

ФИНАНСЫ

А.А. РУБИНШТЕЙН

кандидат экономических наук,
старший научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

К ВОПРОСУ О СНИЖЕНИИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ¹

С октября 2024 г. ключевая ставка в РФ превышает рентабельность значительного числа отраслей экономики, в результате чего возникают такие опасности как сложность кредитования, возможность скатывания в рецессию, возникновение денежного навеса из вкладов физических лиц. На примере похожей ситуации в США в 1980–1982 гг. в статье с помощью модели переключающегося режима воспроизводства (ПРВ) показана важность дополнительного товарного предложения, которое в США было обеспечено путем резкого увеличения импортных поставок. Предложен и альтернативный ряд предупредительных мер, демпфирующих негативные эффекты при снижении ключевой ставки. По их вариантам проведены ориентировочные расчеты последствий предлагаемых мер с помощью модели ПРВ.

Ключевые слова: инфляция, ключевая ставка, рецессия, инвестиции в основной капитал, модель переключающегося режима воспроизводства (модель ПРВ).

УДК: 336.74, 338.2

EDN: CQJRQH

DOI: 10.52180/2073-6487_2025_4_125_149

Введение

В данном исследовании рассматриваются проблемы, возникшие в нашей стране вследствие длительного периода высокой ключевой ставки, а также возможные проблемы при ее снижении. Приводятся мнения экспертов, указаны источники возможных рисков. Показано, что экстренные меры ЦБ РФ хотя и вызваны высокой инфляцией, но на длительном периоде приводят к тяжелым последствиям: большие затруднения в кредитовании при обновлении основного капитала, вызванные низкой рентабельностью многих отраслей; возникновение

¹ Работа выполнена в рамках государственного задания «Институциональные основания и воспроизводственные факторы экономической политики России, способствующие переходу к экономике развития» ФГБУН Институт экономики РАН.

потребительского денежного навеса вследствие резко выросшего депозитного процента.

Особенностью анализа является то, что в нем используются расчеты с помощью математической модели ПРВ, а не только содержательные аспекты проблем.

С целью оценить возможные последствия и предложить необходимые меры для выхода из сложившейся ситуации в нашей стране, рассмотрен кризис в США 1980–1982 гг., когда рентабельность в среднем тоже оказалась ниже ставки. По модели ПРВ дана количественная оценка вклада фактора возросшего импорта, позволившего компенсировать шок потребительского спроса в США при выходе из кризиса.

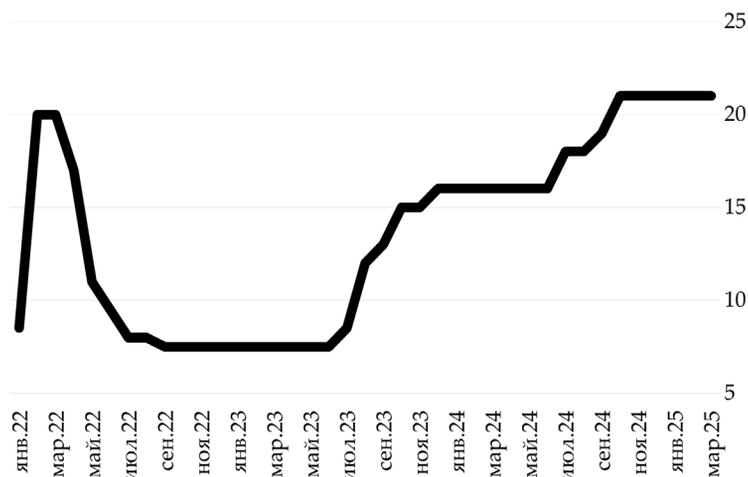
На банковской статистике показан потенциальный источник шока совокупного спроса – потребительские депозиты. Отмечена важность этого фактора при резком снижении ключевой ставки.

В заключении предложен альтернативный ряд предупредительных мер, демпфирующих негативные эффекты в российской экономике при снижении ключевой ставки. По их вариантам проведены ориентировочные расчеты по модели ПРВ, в которых рассмотрены три сценария: быстрый возврат депозитов на потребительский рынок, бюджетный инвестиционный стимул, аналогичный возврату депозитов и умеренный бюджетный стимул при качественном улучшении производства.

Высокая ключевая ставка и ее последствия: мнения экспертов

С конца октября 2024 г. по июнь 2025 г. Центральный банк РФ повысил ключевую ставку до рекордного значения 21%. В настоящее время она по-прежнему остается высокой, несмотря на некоторое снижение (см. рис. 1). Эта ставка выше уровня средней рентабельности промышленности РФ примерно на 4–5 п.п. ЦБ объясняет необходимость столь радикальных мер высокой инфляцией, дефицитом трудовых ресурсов и необходимостью ограничить рост корпоративного и потребительского кредитования. В сложившихся экстраординарных условиях дискуссии экономистов об эффективности проводимой денежно-кредитной политики (ДКП) естественно вышли на новый уровень.

Например, приводятся соображения о том, что традиционные инструменты ДКП теряют свою действенность. В частности, рассматривая реакцию группы развитых и развивающихся стран с переходной экономикой на рост инфляции в 2020–2021 гг. вследствие послепандемийного шока, вызванного ростом цен на энергоносители и сырье, а также монетарными стимулами, было обнаружено, что хотя «большинство центробанков поставили приоритетной задачей



Источник: ЦБ РФ. https://www.cbr.ru/hd_base/keyrate/ (дата обращения: 01.08.2025).

Рис. 1. Ключевая ставка ЦБ РФ с января 2022 г.

в 2022 г. подавление инфляции» [1, с. 358], реакция центральных банков многих экономически развитых стран не соответствует устоявшимся теоретическим представлениям о необходимости резкого повышения ставки. В частности, ФРС США, ЕЦБ, Банк Японии, Национальный банк Швейцарии, Банк Канады, Резервный банк Индии удерживали низкие ставки при выросшей инфляции, а в Китае административные меры заменили традиционное ужесточение ставки².

М. Головнин, обращая внимание на важность недопущения высокой инфляции для устойчивости экономики, отмечает, что чрезмерно рестриктивная денежно-кредитная политика ограничивает экономическую динамику [3]. О негативном влиянии высокой ставки на инвестиционный процесс указывал еще Дж. Тобин [4]. М. Ершов, анализируя возможные последствия высокой ставки, указывает, что она будет тормозить расширение товарного предложения, не позволяя сбалансировать его со спросом [5, с. 24]. А. Алексеев отмечает: высокая ключевая ставка является «инструментом снижения спроса» и «универсальным блокатором производственных инвестиций», что в условиях, когда необходимо обеспечить быстрый экономический рост, эффективно противодействует росту инвестиций [6, с. 30–31]. С. Глазьев более категоричен: «Политика Банка России загоняет экономику в стагфляционную ловушку, в которой падение производства, девальвация рубля и повышение инфляции взаимно усиливаются»³.

² См. табл. 3 в [2, с. 19–20].

³ Независимая газета. 28.01.2025. https://www.ng.ru/economics/2025-01-28/4_9180_inflation.html (дата обращения: 20.03.2025).

На опасность стагфляции также указывают и другие эксперты. Сотрудники Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП) в аналитической записке «О рисках стагфляции в российской экономике» отмечают, что политика ЦБ по борьбе с инфляцией создает недопустимо высокие риски рецессии в реальном секторе экономики, особенно в секторах с низкой рентабельностью и длительными сроками реализации проектов, в первую очередь в машиностроении⁴.

Высокая ключевая ставка и экономические риски от ее резкого снижения

Итак, серьезные риски неоправданно высокой ключевой ставки проявляются в том, что неизбежно высокая стоимость кредита оказывается для многих производств выше уровня рентабельности⁵, что приводит к большому «стресс-тесту» все равно вынужденных кредитоваться предприятий, не являющихся исполнителями госконтрактов и не имеющих доступа к более дешевым бюджетным деньгам. Возможности использовать кредиты оказываются сильно ограниченными, что сказывается не только на инвестициях, в которых доля банковского кредита и без того относительно невелика, но и на финансировании оборотного капитала.

На фоне торможения кредитной активности нефинансового сектора в 2024 г. отмечается активный прирост добавленной стоимости в секторе финансовой и страховой деятельности, составивший, согласно Росстату, 16,5% в сравнении с 7,6% – приростом в обрабатывающих производствах⁶. А годом ранее – в 2023 г. – российские банки поставили рекорд по прибыли – 3,3 трлн руб. (против 0,2 трлн руб. в 2022 г.)⁷. Все это говорит о том, что ужесточение ДКП усиливает процесс финансиализации экономики, тормозит экономический рост, но при этом пока что не приводит к снижению инфляции – главной цели жесткой ДКП.

В соответствии с Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 г., опубликованными

⁴ http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/DB/112024inflation.pdf (дата обращения: 31.03.2025).

⁵ По данным Федеральной налоговой службы 2023 года, согласно ОКВЭД-2, рентабельность активов на уровне 21% была только у производства табачных изделий. URL: https://www.nalog.gov.ru/m77/taxation/reference_work/conception_vnp/ (дата обращения: 13.03.2025).

⁶ <https://www.rbc.ru/rbcfreenews/67a62ea29a7947234b9a1e92> (дата обращения: 27.03.2025).

⁷ https://www.cbr.ru/collection/collection/file/48978/analytical_review_bs-2023-4.pdf (дата обращения: 24.04.2025).

Банком России 30 октября 2024 г., инфляция замедлится до 4,5–5,0% в 2025 г. и в дальнейшем будет находиться вблизи 4%⁸. Если это снижение действительно произойдет, то ключевая ставка должна понизиться. Вслед за ней понизятся проценты по депозитам, что грозит резким высвобождением сберегаемых на банковских счетах денежных средств. На рынок хлынет огромная денежная масса, накопленная на депозитах. По нашей оценке, максимальное значение этой массы может достичь 10 трлн руб. дополнительного платежеспособного спроса⁹. При объеме ВВП за 2024 г., составившем 200 трлн руб., эта величина оказывается весьма существенной – до 5% ВВП и, если не принять превентивные меры, она может привести к новому витку инфляции.

Одна из таких мер сводится к обоснованию нецелесообразности быстрого снижения процентной ставки. Член экспертного совета по развитию цифровой экономики при комитете Госдумы по экономической политике В. Тумин считает, что «быстрое снижение ставки на 5–10 п. п. спровоцирует немедленный скачок спроса во всех сегментах экономики (и бизнес, и население), что, в свою очередь, скажется на росте цен, так как предложение не будет успевать за спросом. Что также является мощным проинфляционным фактором»¹⁰. Экономика окажется как бы в замкнутом круге: чтобы компенсировать последствия быстрого снижения ключевой ставки, ее придется снова повысить.

Потребительские депозиты – источник шока совокупного спроса

Сделаем еще один шаг в сторону разработки превентивных мер. Воспользовавшись рис. 2 и 3, а также табл. 1, рассчитанной по данным ЦБ РФ¹¹, попытаемся установить, откуда нам следует ожидать угрозу более сильного шока совокупного спроса в случае снижения ключевой ставки: со стороны физических или юридических лиц? Для этого воспользуемся данными по средним процентным ставкам¹² по вкладам, которые, усредняя по срокам, приблизительно можно считать чуть ниже ключевой ставки.

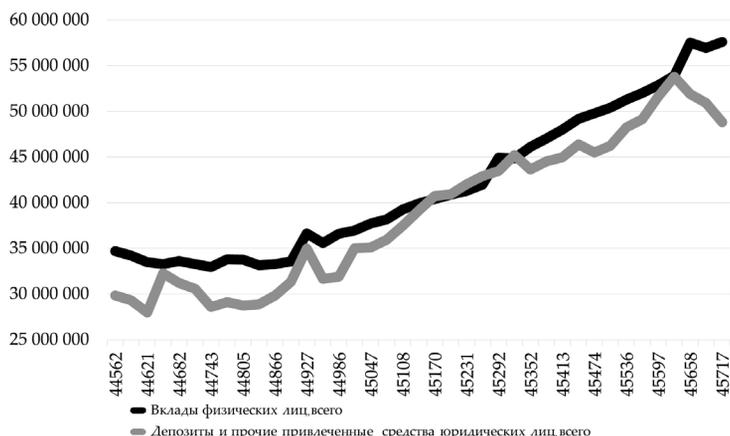
⁸ Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025\(2026-2027\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 22.07.2025).

⁹ Далее в разделе «Потребительские депозиты – источник шока совокупного спроса» приводим основания данной оценки.

¹⁰ <https://www.gazeta.ru/business/news/2024/11/26/24465415.shtml> (дата обращения: 27.03.2025).

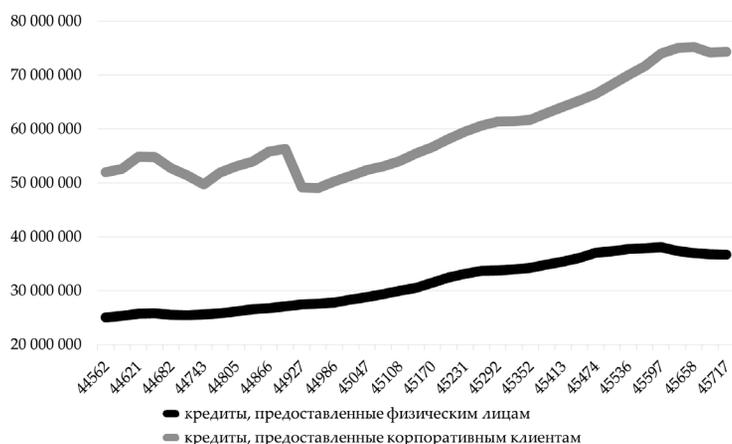
¹¹ https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/pdco_sub/ (дата обращения: 14.04.2025).

¹² https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/ (дата обращения: 14.04.2025).



Источник: Статистический бюллетень Банка России. <https://www.cbr.ru/statistics/bbs/> (дата обращения 04.05.2025).

Рис. 2. Депозиты физических и юридических лиц (млн руб.)



Источник: Статистический бюллетень Банка России. <https://www.cbr.ru/statistics/bbs/> (дата обращения: 04.05.2025).

Рис. 3. Кредиты физических и юридических лиц (млн руб.)

Таблица 1

Темпы годового прироста привлеченных вкладов и выданных кредитов

	Вклады физических лиц, %	Кредиты физических лиц, %	Вклады юридических лиц, %	Кредиты юридических лиц, %
2022 г.	5,5	9,3	17,2	-5,4
2023 г.	22,7	23,0	24,3	24,8
2024 г.	28,1	9,5	19,4	22,6

Источник: ЦБ РФ. https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review/ (дата обращения: 16.05.2025).

Как видно из табл. 1, в 2022 г. происходили сильные пертурбации, оказавшие существенное влияние на поведение нефинансовых банковских клиентов. В связи с падением производства мы видим снижение объемов кредитования юридических лиц и переход в депозиты, однако в целом после завершения 2022 г. ситуация относительно стабилизировалась вплоть до последнего квартала 2024 г., когда ключевая ставка сделалась рекордно большой. Сохраняющаяся в 2025 г. высокая ключевая ставка побудила юридические лица задействовать собственные ресурсы для поддержания и развития производства, что привело к снижению абсолютного объема как депозитов, так и взятых кредитов. Эта ситуация неизбежно ведет к торможению производства.

Более сильное влияние на интенсивность совокупного спроса, по нашему мнению, окажут вклады физических лиц. Они в целом за 2022 г. росли близко к величине среднего процента, что, по нашему мнению, означает отсутствие существенного притока средств физических лиц в банки: средства на депозитах подросли на величину процента, но дополнительных движений не было. Напротив, темпы прироста вкладов в 2023–2024 гг. оказались выше средней банковской ставки за год: в 2023 г. ее можно оценить порядка 10% (с учетом того, что всю первую половину года сохранялась ключевая ставка 7,5%), а в 2024 г. порядка 18% (с учетом существенного роста ключевой ставки только во второй половине года и ставки 16% в первой половине). Таким образом, фактический годовой прирост банковских вкладов физических лиц, оценивая его достаточно грубо, на 10% обгонял прирост, обеспечиваемый банковским процентом. Это означает, что за 2023 г. физическими лицами на депозитах дополнительно было размещено 3,7 трлн руб., а в 2024 г. – 4,5 трлн руб. Необходимо также отметить, что при снижении ключевой ставки возрастет потребительское кредитование, что, по самым грубым расчетам, дает максимум – 10 трлн руб., способных дополнительно оказаться на потребительском рынке в случае резкого снижения ключевой ставки.

Вполне вероятно, что поведение физических лиц по вкладам при снижении ключевой ставки поменяется на противоположенное, особенно при ее резком снижении. Также возможен рост потребительского кредитования, снизившийся в конце 2024 г. Все это может означать появление на потребительском рынке немалых объемов дополнительных денег. Учитывая объем вкладов на начало 2025 г. в 57,5 трлн руб., речь, как уже отмечалось, может идти о величине до десяти триллионов рублей. И что важно, этот дополнительный совокупный спрос будет исходить в основном от физических, а не юридических лиц.

Кризис в США 1980–1982 гг.

Дальнейшее обсуждение возможных мер по демпфированию шока потребительского спроса мы намерены связать с анализом опыта государственного управления экономикой США в период ее выхода из W-образной (двойной) рецессии 1980–1982 гг., которая по ключевым моментам похожа на ситуацию в российской экономике в 2022–2025 гг. Напомним, данная рецессия, приведшая к тому, что процентная ставка оказалась выше рентабельности, была спровоцирована ограничительной политикой Федеральной резервной системы, направленной на сокращение денежной массы для борьбы с двузначной инфляцией [7], и политическими событиями, повлекшие за собой резкий рост барреля нефти в 1980 г. (см. рис. 4а, 4б).

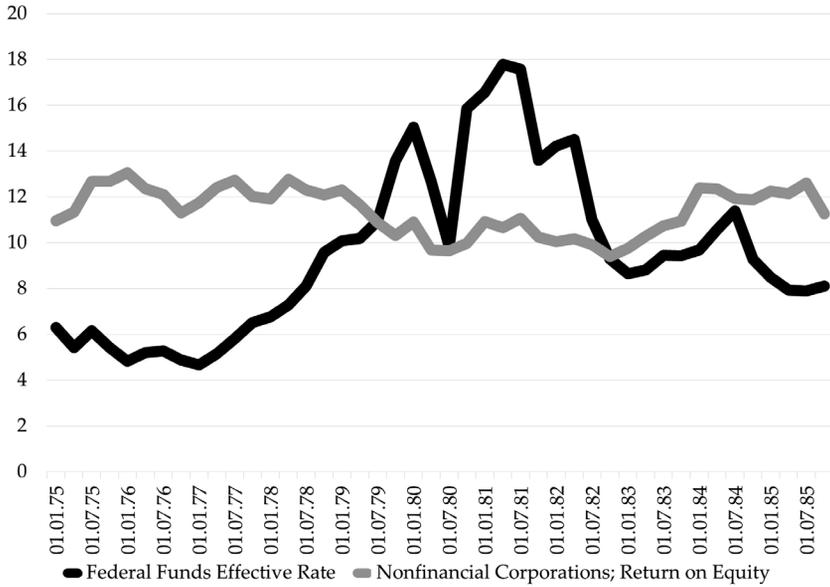
Основными признаками рецессии 1980–1982 гг. стали высокая инфляция и падение темпов реального ВВП (см. рис. 5а), а также падение загрузки производственных мощностей и рост безработицы (см. рис. 5б).

Сравнивая американские данные за 1980–1982 гг. (см. рис. 4а, 4б, 5а, 5б) с текущей ситуацией в России, видим, с одной стороны, существенное различие: в США в те годы была рецессия, в России рецессии не было: темпы прироста ВВП за 2023 и 2024 гг. составили 4,1 и 4,3%, соответственно. С другой стороны, есть важное сходство: в обоих случаях денежные власти проводят жесткую ДКП, выражающуюся в превышении ключевой ставки над средней рентабельностью (см. рис. 4а) и ведущую к росту склонности к сбережениям. Если, по нашей максимальной оценке эта политика привела к накоплению «денежного навеса» размере ~8 трлн руб., то в США имела место иная, существенно более простая, хотя в части потребительских кредитов похожая, ситуация (см. рис. 6а–6г).

В США в период кризиса 1980–1982 гг. не произошло изменения темпов кредитования производства, хотя потребительское кредитование остановилось практически на одном уровне. Также не возникло существенного «депозитного навеса» благодаря долгосрочным депозитам. Но с января 1980 г. по июль 1982 г. доля депозитов росла. В этом схожесть ситуаций в РФ и США.

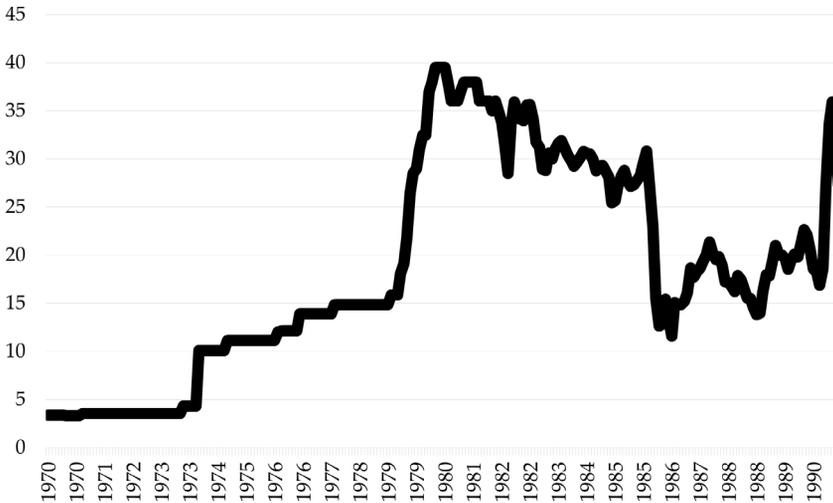
Федеральная резервная система США снижала рекордную инфляцию, резко повышая процентные ставки, что сделало долларовые активы привлекательными для иностранцев и привело к росту доллара по отношению к другим валютам [8, с. 51]. Высокие ставки ФРС сделали дорогими кредиты для американских производителей. Политика снижения налогов, рост военных расходов привели к увеличению бюджетного дефицита и росту выпуска трежерис¹³ (см. рис. 7).

¹³ Трежерис – долговые государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступает Казначейство США.



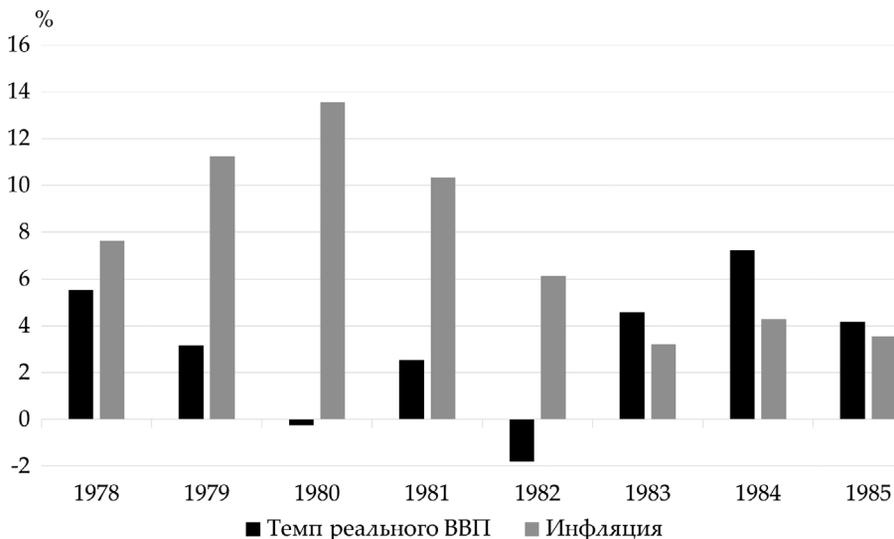
Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса. <https://fred.stlouisfed.org/> (дата обращения: 17.06.2025)

Рис. 4а. Ставка межбанковского кредита и средняя рентабельность в США (%)



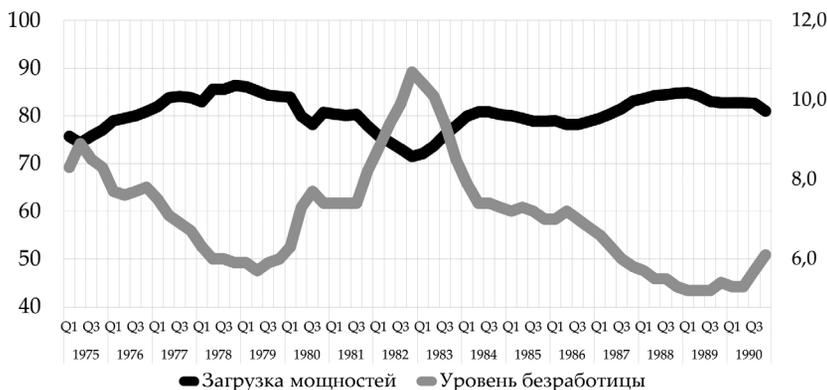
Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса. <https://fred.stlouisfed.org/data/WTISPLC> (дата обращения: 01.06.2025)

Рис. 4б. Стоимость барреля нефти WTI в 1970–1990 гг. (долл. за баррель)



Источник: Бюро экономического анализа, США. <https://apps.bea.gov/iTable> (дата обращения: 12.05.2025).

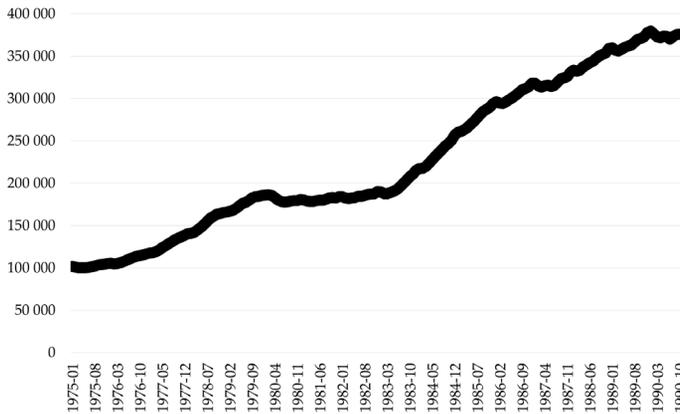
Рис. 5а. Темп реального ВВП и инфляция в США в 1978–1985 гг.



Источник: ФРС США, Федеральный резервный банк Сент-Луиса. <https://www.federalreserve.gov/releases/g17/default.htm>, <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE> (дата обращения: 14.05.2025).

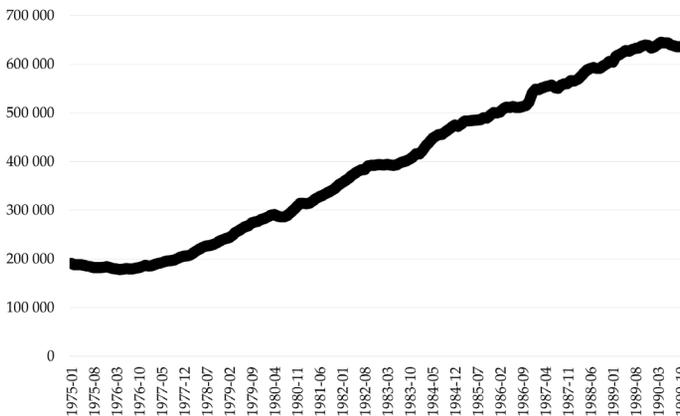
Рис. 5б. Загрузка производственных мощностей и уровень безработицы в США

Демпфированию шока совокупного спроса способствовал рост потребительского импорта. Причинами роста были реальное удорожание доллара США (из-за высокой инфляции), снижение цены нефти в середине 1980-х годов, рост доходов населения вследствие восстановительного роста после кризисов 1970–1980-х гг. Уже в 1983 г. сальдо внешнеторгового баланса становится резко отрицательным, достигая в 1987 г. 3,3% ВВП (см. рис. 8).



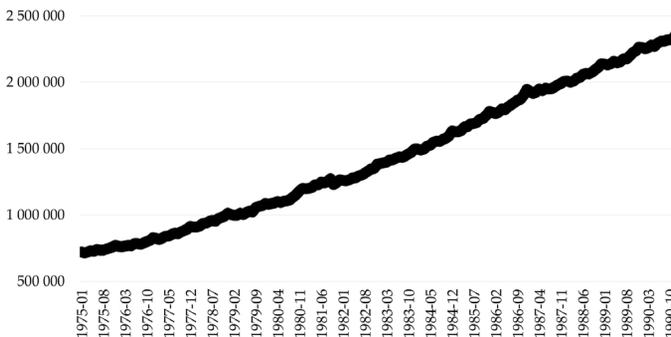
Источник: ФРС США. <https://www.federalreserve.gov/releases/h8/> (дата обращения: 14.05.2025).

Рис. ба. Потребительские кредиты в США 1975–1990 гг. (млн долл.)



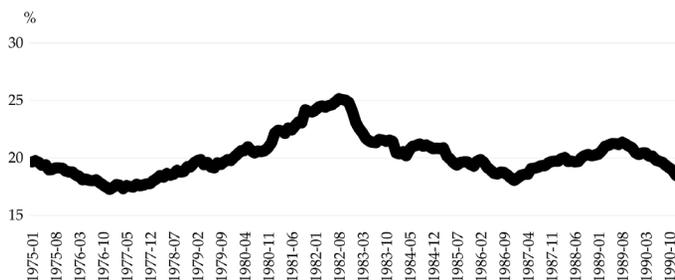
Источник: ФРС США. <https://www.federalreserve.gov/releases/h8/> (дата обращения: 14.05.2025).

Рис. бб. Коммерческие и промышленные кредиты в США 1975–1990 гг. (млн долл.)



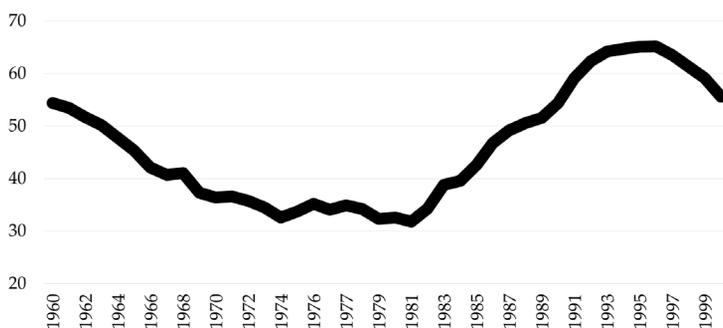
Источник: ФРС США.

Рис. бв. Депозиты в коммерческих банках США 1975–1990 гг. (млн долл.)



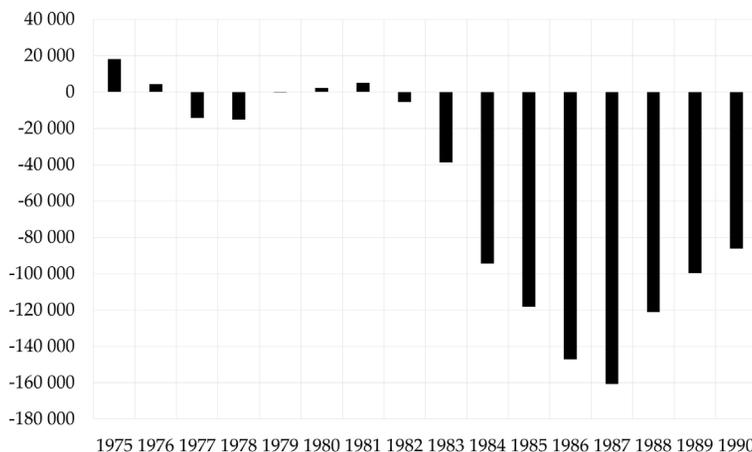
Источник: ФРС США. <https://www.federalreserve.gov/releases/h8/> (дата обращения: 14.05.2025).

Рис. 6. Доля длинных депозитов в депозитах коммерческих банков США 1975–1990 гг.



Источник: Казначейство США. <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/historical-debt-outstanding/historical-debt-outstanding> (дата обращения: 14.05.2025).

Рис. 7. Федеральный долг США, % к ВВП в 1960–2000 гг.

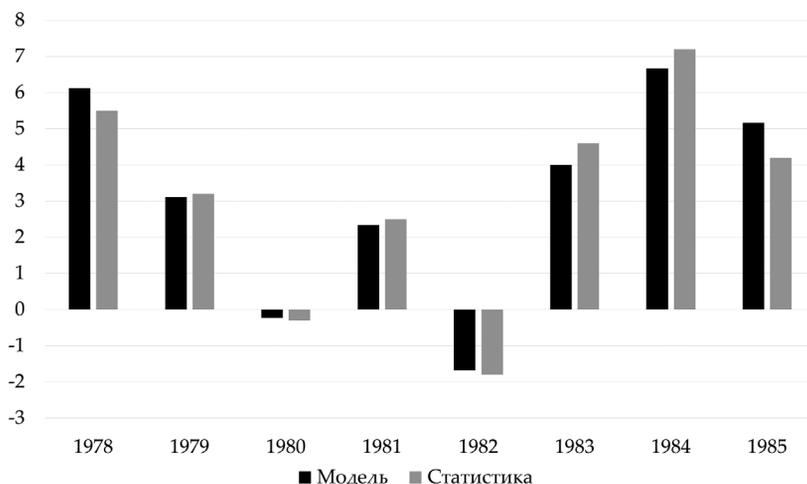


Источник: Бюро экономического анализа США. <https://apps.bea.gov/iTable> (дата обращения: 12.05.2025).

Рис. 8. Внешнеторговый баланс США 1975–1990 гг. (млн долл.)

Оценка с помощью модели ПРВ влияния импорта в процессе преодоления кризиса 1980–1982 гг.

Попытаемся оценить с помощью модели ПРВ¹⁴, какие потери понесла бы американская экономика, если бы она не использовала свой импортный маневр. С этой целью была проведена настройка модели на экономические макропараметры США. Настройка дала удовлетворительную точность по переменным темпа роста ВВП и инфляции (см. рис. 9а, 9б).

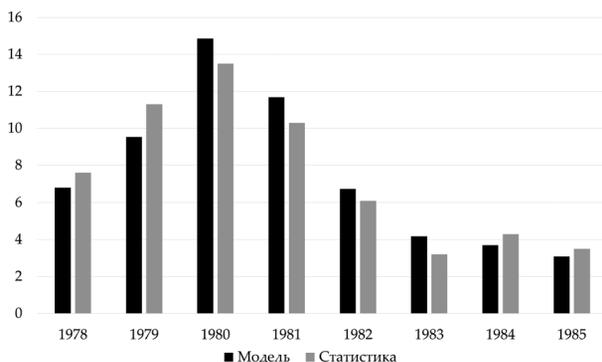


Источник: расчеты автора по: Бюро экономического анализа США. <https://apps.bea.gov/iTable> (дата обращения: 12.05.2025).

Рис. 9а. Соответствие настроенной модели ПРВ с наблюдаемым темпом роста реального ВВП США (с учетом импорта)

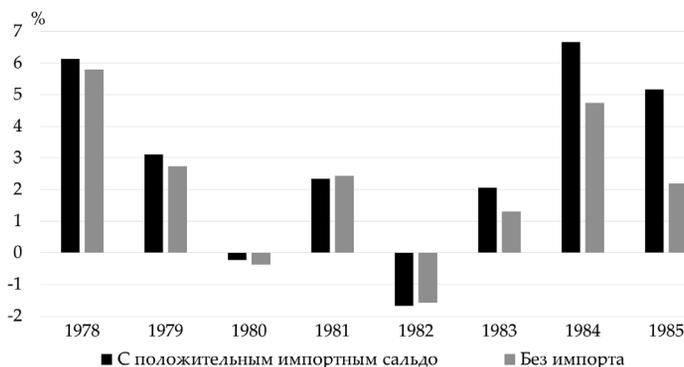
Рис. 10а и 10б иллюстрируют модельные расчеты в случае, если бы США не использовали бы импорт в качестве демпфера – экономическая конъюнктура существенно бы ухудшилась. При полном отсутствии перевеса импорта во внешнеторговом балансе (как практически и было до 1983 г.) наблюдается существенное расхождение как в темпах реального ВВП (в сторону снижения), так и в инфляции (в сторону роста).

¹⁴ Описание модели ПРВ с переменной степенью загрузки мощностей дано в Приложении. С последовательной разработкой и совершенствованием модели можно ознакомиться в [9; 10; 11; 12]. Модель ПРВ позволяет оценить степень влияния возросшего с 1983 г. импорта США при выходе из кризиса 1980–1982 гг. Ранее оценки проводились эконометрическими моделями. А на имитационных моделях типа DSGE трудно проводить расчеты такого рода.



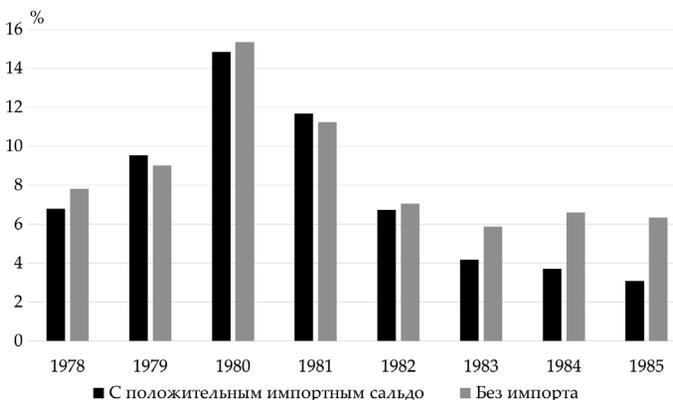
Источник: расчеты автор по: Бюро экономического анализа США. <https://apps.bea.gov/iTable> (дата обращения: 12.05.2025).

Рис. 9б. Соответствие настроенной модели ПРВ с наблюдаемой инфляцией США (с учетом импорта)



Источник: расчеты автора по: Бюро экономического анализа США. <https://apps.bea.gov/iTable> (дата обращения: 12.05.2025).

Рис. 10а. Сравнение темпов реального ВВП США в зависимости от импорта



Источник: расчеты автора, Бюро экономического анализа США. <https://apps.bea.gov/iTable> (дата обращения: 12.05.2025).

Рис. 10б. Сравнение инфляция в США в зависимости от импорта

Изображенные на рис. 10а темпы реального ВВП рассчитаны по модели ПРВ. Заметна небольшая разница в 1978–1982 гг. и растущая разница в 1983–1985 гг. между полученными значениями с учетом и без учета импорта. Количественная оценка полученной дельты дана в табл. 2; в ней также указывается фактическое соотношение внешне-торгового сальдо к ВВП.

Таблица 2

**Влияние импорта на разницу в уровне темпа реального ВВП
согласно расчетам по модели ПРВ**

	Дельта темпа ВВП, %	Внешнеторговое сальдо / ВВП, %
1978 г.	0,3	-0,6
1979 г.	0,4	0,0
1980 г.	0,2	0,1
1981 г.	-0,1	0,2
1982 г.	-0,1	-0,2
1983 г.	0,8	-1,1
1984 г.	1,9	-2,3
1985г.	3,0	-2,7

Источник: расчеты автора.

Рис. 10б отражает уровни инфляции с учетом и без учета импорта. Аналогично на рис. 10а заметна небольшая разница в 1978–1982 гг. и растущая разница в 1983–1985 гг. Количественно она отражена в табл. 3.

Таблица 3

**Влияние импорта на разницу в уровне инфляции согласно расчетам
по модели ПРВ**

	Дельта инфляции	Внешнеторговое Сальдо / ВВП
1978 г.	-1,0	-0,6
1979 г.	0,5	0,0
1980 г.	-0,5	0,1
1981 г.	0,4	0,2
1982 г.	-0,3	-0,2
1983 г.	-1,7	-1,1
1984 г.	-2,9	-2,3
1985 г.	-3,3	-2,7

Источник: расчеты автора.

Данные табл. 2 и 3 дают количественную оценку фактора влияния импорта и позволяют прийти к выводу о достаточно сильном влиянии данного фактора: разница составляет 3 и более процентов в обоих случаях в пользу сценария с «долговым» импортом.

Опыт США и Китая в российской ситуации

В России возможности демпфировать негативные последствия от появления дополнительного спроса за счет роста импорта в отличие от США ограничены размерами экспортных доходов и величиной внешнеторгового сальдо. В РФ в 2024 г. данное сальдо составило 150,9 млрд долл. Так что Россия может осуществить такой же маневр с увеличением импорта, что и США в 1983 г. Однако денежные регуляторы России¹⁵ озабочены ростом ФНБ и вряд ли пойдут на такую операцию¹⁶.

Сравнивая кризис, имевший место в США в 1980–1982 гг., с нынешней российской ситуацией, необходимо обратить внимание на то обстоятельство, что наша страна не имеет возможность увеличить импорт за счет долговых обязательств, поскольку рубль не является мировой валютой. Но мы можем снизить экспортно-импортное сальдо. Здесь полезен опыт Китая. Эксперты отмечают, что проводимая Центральным банком Китая совместно с правительством антиинфляционная политика не привела к торможению экономического роста, поскольку акцент был сделан не столько на повышении процентной ставки или ограничении эмиссии, сколько на мерах по поддержке рыночного предложения. Аналитик Института комплексных стратегических исследований Д. Плеханов отмечает: «В случае с Китаем обращает на себя внимание то, что ценовая стабильность достигается в стране даже несмотря на отсутствие формального режима инфляционного таргетирования, ключевой характеристикой которого является выбор инфляции в качестве единственного целевого показателя денежно-кредитной политики»¹⁷. Китай не повышает ключевую ставку; фактически меры, принимаемые властями КНР в условиях кризиса, направлены на поддержку производства и расширение товарного предложения даже несмотря на инфляционные риски.

В российской экономике, как показывает математическое моделирование взаимосвязи между российской денежной массой и ВВП, инфляция на современном этапе не связана с ростом денежной массы,

¹⁵ Министерство финансов РФ, Банк России.

¹⁶ <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2025/05/06/1108733-minfin-obyasnilogiku-izmeneniya-parametrov-2025> (дата обращения: 27.06.2025).

¹⁷ <https://www.rbc.ru/quote/news/article/61dc25049a79473eea374eb4> (дата обращения: 27.03.2025).

а имеет немонетарное происхождение [13, с. 41]. Ускорение инфляции связано не с опережающим ростом физического спроса, а с недостатком предложения [14]. С.Ю. Глазьев и О.С. Сухарев предлагают прервать «порочный круг монетарной политики» и перейти на «цикл экономического процветания» [15 с. 17–18].

Центральный банк России объясняет свою жесткую денежно-кредитную политику и неприемлемость опыта Китая рекордной загрузкой российских производственных мощностей, что по мнению ЦБ делает крайне затруднительным увеличение товарного предложения. Однако с этим нельзя полностью согласиться и нельзя не отметить, что определяемый ЦБ РФ на основании выборочных опросов показатель загрузки не является бесспорным и существенно отличается от альтернативных. Согласно официальным данным Росстата за 2023 г., степень использования производственных мощностей только по редким отдельным позициям превосходит 80%, а в части производства машин и оборудования в основном не превышает 50%¹⁸. К аналогичным выводам приводят расчеты института Гайдара¹⁹. Эксперты института справедливо называют ключевую ставку 21% заградительной²⁰. То же самое можно сказать и о ставке 20%, действовавшей с 9 июня 2025 г.

Выводы и предложения

Мы предлагаем комбинированный вариант демпфирования негативных последствий снижения ключевой ставки. Во-первых, имеет смысл частично задействовать положительное внешнеторговое сальдо. А именно, сократить его за счет увеличения импорта. Данное увеличение приведет к некоторому укреплению курса рубля, что негативно скажется на росте Фонда национального благосостояния (ФНБ). Рост ФНБ замедлится, но товарное предложение возрастет; при этом важно, чтобы прямой импортный товарный поток не сказался негативно на отечественном производстве. Если оценить максимально возможное увеличение потребительского спроса в 10 трлн руб., то для полной его компенсации потребуется огромный прирост импорта – порядка 120 млрд долл., поэтому такой метод не просто осуществить сам по себе, его эффективнее сочетать с другими. Предпочтителен

¹⁸ https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Urov_motsh_s_2017.xlsx (дата обращения 16.04.2025).

¹⁹ <https://www.rbc.ru/economics/28/07/2023/64c24a779a7947d8d3a08ed1> (дата обращения 27.03.2025).

²⁰ <https://newizv.ru/news/2025-02-21/ekonomist-aleksey-vedev-kogda-v-rossii-ekonomika-rantie-eto-problema-436010> (дата обращения 27.03.2025).

инвестиционный способ использования ФНБ в виде новых технологий, создания более современных производств и пр. В то же время прямое превращение части средств ФНБ в дополнительные инвестиции в существующие производства хотя и даст медленный рост, но также повысит инфляцию: согласно модели ПРВ каждый процент прироста темпа ВВП одновременно даст почти процентный рост инфляции. Необходимо опережающее задействование инвестиций.

Во-вторых, необходимо активизировать за счет бюджетного импульса инвестиции в основной капитал. Эта активизация должна носить упреждающий характер ввиду временного лага между вложенными инвестициями и реальным увеличением выпуска.

В-третьих, целесообразно повысить коэффициент использования действующих мощностей. По данным 2024 г. увеличение загрузки мощностей на 5% может дать, согласно модели ПРВ, прирост темпа ВВП на 1,5% и снижение уровня инфляции на 1,6%.

В-четвертых, если отсутствуют риски рецессии, желательно выбрать плавный вариант снижения ключевой ставки, чтобы сгладить резкий рост потребительского спроса. Результаты проведенных расчетов по модели ПРВ свидетельствуют о возможности негативных последствий для российской экономики при резком снижении ключевой ставки. Быстрый рост потребительского спроса на 5%, если не принимать мер, может привести к скачку инфляции на 7 п. п. при снижении темпа ВВП на 2 п. п. В то же время его плавное увеличение не приводит к всплеску инфляции, и при возможностях роста предложения может оказать даже благоприятное воздействие. Необходим поиск каналов использования высвобождающихся денежных средств в потребительском обороте вследствие сокращения депозитов.

Результаты расчетов по модели ПРВ возможных сценариев развития текущего состояния российской экономики представлены в табл. 4.

Таблица 4

Темп роста ВВП и инфляция при различных сценариях

Условие	q	Темп роста ВВП (%)	Инфляция (%)
Текущее состояние	1,06	4,3	9,52
Быстрый возврат депозитов на потребительский рынок	1,06	2,3	16,5
Бюджетный инвестиционный стимул, аналогичный возврату депозитов	1,06	7	12
Умеренный бюджетный стимул при качественном улучшении (новые технологии и т. д.)	1,03	5,9	7,8

Источник: расчеты автора.

В табл. 4 представлены три различных сценария, возможных из нынешней ситуации: 1) быстрый возврат депозитов на потребительский рынок, 2) бюджетный инвестиционный стимул, количественно аналогичный первому варианту, и 3) умеренный бюджетный стимул при качественном улучшении (новые технологии и т. д.). Именно третий вариант, предполагающий качественные структурные изменения в экономике, является наиболее выгодным для российской экономики ($q = 1,03$).

Формальное математическое описание коэффициента q в модели ПРВ дано в Приложении, а его экономический смысл впервые рассмотрен в работе [11]. Было статистически установлено, развитые экономики имеют $q \approx 1$, быстро развивающиеся экономики «китайского» типа (с опережающим развитием производства относительно уровня доходов населения) $q < 1$, а в России пока более инфляционная ситуация с $q = 1,06$ [11, с. 29]. В [11] были показаны пути, позволяющие снизить q ²¹.

Как следует из табл. 4, если не предпринимать мер, в случае прихода на потребительский рынок «денежного навеса», ранее нами оцененного в максимум 10 трлн руб., инфляция может подскочить до 16,5% при снижении темпа роста до 2,3%; аналогичный бюджетный инвестиционный стимул даст тоже существенное повышение инфляции, но при увеличении темпа роста ВВП, а наилучший путь состоит в повышении качества экономики путем внедрения наиболее современных технологий и оборудования, инвестиций в человеческий капитал, экономику знаний и пр.

Во всех предложениях, связанных со стимулированием производства, необходим жесткий финансовый контроль. В качестве серьезной меры контроля предлагаем цифровой рубль.

²¹ В дальнейших работах, использующих в качестве одной из основ модель ПРВ, вместо модельного коэффициента q предложен экономически более наглядный индикатор s , имеющий тесную связь с q : $s = \pi / g$, где π – среднегодовая инфляция; g – среднегодовой темп роста реального ВВП. Коэффициент s сохраняет все перечисленные ранее свойства коэффициента q и может служить таргетом в проведении денежно-кредитной политики.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Модель ПРВ с переменной степенью загрузки мощностей

Переменные модели:

Y_i – месячный выпуск продукции подсистемы G_i в ценах базового года;

M_{Y_i} – накопления денежных средств подсистемы G_i ;

ΔM_{Y_i} – государственные субсидии¹ подсистемам G_i ;

M_{H_i} – текущие денежные средства домашних хозяйств (\hat{M}_{H_i} – те же средства в начале месяца);

ΔM_{H_i} – субсидии домашним хозяйствам;

Коэффициенты модели:

k_{H_i} – доля денежных средств, расходуемых в месяц на покупки потребительских благ;

h_i – коэффициент, отражающий соотношение доходов i -го домашнего хозяйства и стоимости произведенного продукта Y_i в условиях простого воспроизводства;

w – коэффициент индексации доходов домашних хозяйств;

q – коэффициент распределения денежных потоков;

$\delta(t - k\tau)$ – дельта-функция; выражение $M \cdot \delta(t - k\tau)$ означает импульсное увеличение количества денег на сумму M в моменты времени $k\tau$.

Уравнения базовой модели с учетом инфляционных процессов²

А. Уравнения динамики денежных средств первых i подсистем (i принимает значения от 1 до $(N - 1)$), выпускающих в течение года ($t_0; t_1$) потребительские товары (программа В), имеют следующий вид:

1. Динамика накоплений денежных средств M_{Y_i} подсистемы G_i внутри периода ($t_0; t_1$):

$$\frac{dM_{Y_i}}{dt} = \sum_{j=1}^N k_{H_j} \frac{\hat{M}_{H_j}}{\tau} \left(\frac{Y_i}{\sum_{i=1}^{N-1} Y_j} \right) - wh_i Y_i \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau) + \Delta M_{Y_i} \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau), \quad (1)$$

где первый член в правой части уравнения – денежные доходы подсистемы G_i в результате продажи на рынке произведенной ею продукции; второй член – денежные средства, поступающие из подсистемы

¹ Источником субсидий могут быть собираемые налоги и эмиссия.

² Подробное описание базовой модели (1)–(7) см. в: [18].

G_i в i -ю группу домашних хозяйств (считается, что эти выплаты производятся в начале очередного месяца); третий член – государственные субсидии (считается, что перечисление субсидий производится в начале каждого месяца).

Коэффициент индексации доходов домашних хозяйств w зависит от инфляционных процессов и вычисляется по отношению к базисному году. В рамках модели принято следующее выражение для w :

$$w = qP_{t-1} \quad (2)$$

2. Динамика денежных средств домашних хозяйств M_{H_i} в группе i :

$$\frac{dM_{H_i}}{dt} = wh_i Y_i \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau) - \frac{k_{H_i} \widehat{M}_{H_i}}{\tau} + \Delta M_{H_i} \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau), \quad (3)$$

где первый и третий члены в правой части уравнения – доходы i -й группы домашних хозяйств с учетом субсидий и налогов (считается, что денежные доходы поступают в домашние хозяйства в начале каждого месяца); второй член – текущие расходы на покупки потребительских товаров.

3. Динамика уровня цен P на потребительскую продукцию в год t :

$$P_t = \left(\frac{\sum_{j=1}^N k_{H_j} \frac{\widehat{M}_{H_j}}{\tau}}{\sum_{j=1}^{N-1} Y_j} \right). \quad (4)$$

При определении динамики уровня цен в базовой модели считается, что домашние хозяйства покупают все произведенные товары.

Б. Уравнения для подсистемы $G_{N'}$ обновляющей в период $(t_0; t_1)$ основной капитал (программа А), имеют следующий вид:

4. Динамика расходования M_{Y_N} – средств $G_{N'}$ -й подсистемы:

$$\frac{dM_{Y_N}}{dt} = -\frac{\widehat{M}_{Y_N}}{12} \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau) + \Delta M_{Y_N} \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau), \quad (5)$$

где первый член в правой части уравнения – денежные средства, поступающие из подсистемы G_N в N -ю группу домашних хозяйств (считается, что эти выплаты производятся в начале очередного месяца). При этом считается, что подсистема G_N в течение годового периода $(t_0; t_1)$ расходует накопленные в предыдущие $(N-1)$ лет средства \widehat{M}_{Y_N} на обновление основного капитала (эти средства идут на выплату зарплат

работникам, участвующим в обновлении основного капитала). Величина обновленного подсистемой G_N основного капитала в постоянных ценах базового года определяется по формуле:

$$Y_N = \frac{W_N}{h_N P_t} = \frac{\widehat{M}_{Y_N}}{h_N P_t}, \quad (6)$$

где W_N – годовой фонд номинальной зарплаты (при этом считается, что все накопленные средства подсистема G_N тратит на зарплату, выплачиваемую при обновлении основного капитала³. В следующие несколько лет (до очередного обновления основного капитала) величина Y_N будет соответствовать объему продукции (в постоянных ценах базового года), производимой данной подсистемой на потребительский рынок.

5. Динамика денежных средств домашних хозяйств M_{H_N} в группе N :

$$\frac{dM_{H_N}}{dt} = \frac{\widehat{M}_{Y_N}}{12} \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau) - \frac{k_{H_N} \widehat{M}_{H_N}}{\tau} + \Delta M_{H_N} \sum_{k=0}^{\infty} \delta(t - k\tau), \quad (7)$$

где первый и третий члены в правой части уравнения – доходы N -й группы домашних хозяйств с учетом субсидий и налогов (считается, что денежные доходы поступают в домашние хозяйства в начале каждого месяца); второй член – текущие расходы на покупки потребительских товаров.

Уравнения (1)–(6) описывают динамику экономической системы в течение годового периода $(t_0; t_1)$, когда подсистема G_N обновляет свой основной капитал. После этого в следующий годовой период $(t_1; t_2)$ подсистема G_N начинает выпускать потребительские товары, а подсистема G_{N-1} начинает обновлять свои изношенные основные фонды. Таким образом, подсистема G_N в период $(t_1; t_2)$ занимает место подсистемы G_1 , подсистема G_1 занимает место подсистемы G_2 , подсистема G_2 занимает место подсистемы G_3 , ..., подсистема G_{N-1} занимает место подсистемы G_N , и расчеты проводятся снова для следующего временного периода $(t_1; t_2)$. И так далее, для периодов $(t_2; t_3), (t_3; t_4), \dots, (t_n; t_{n+1}), \dots$

В. Уравнение переменной загрузки производственных мощностей:

В процессе эксплуатации основного капитала, созданного при обновлении производственной подсистемы, возможна разная степень

³ Формула (6) справедлива при условии пропорциональной отдачи, то есть, когда производимый основной капитал Y_N пропорционален выплачиваемой зарплате W_N . Выражение для Y_N в случае убывающей отдачи, связанной с наличием различных ресурсных и технологических проблем при расширении объемов производства, приведено в [18, с. 65].

его загрузки. Она отражается посредством коэффициента загрузки производственных мощностей k_{CU} применяемого к выпуску подсистем, работающих на рынок:

$$\tilde{Y}_i = k_{CU} Y_i \quad (8)$$

где \tilde{Y}_i – выпуск подсистемы i с основным капиталом Y_i , вместо которого в формулах (1), (3), (4) используется \tilde{Y}_i . Таким образом, степень загрузки производственных мощностей влияет также на уровень оплаты труда в подсистемах G_1, \dots, G_{N-1} .

Переменная степень загрузки производственных мощностей также ранее использовалась в модели ПРВ для демпфирования колебаний, сопровождающих переходные процессы при изменении параметров [17, с. 112–116, 122–123].

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. *Ершов М. В.* Некоторые особенности текущего развития и возможные инструменты роста экономики // Научные труды ВЭО России. 2023. Т. 239. С. 356–364. [Ershov M.V. Some features of the current development and possible instruments of economic growth // Research papers of the Free Economic Society of Russia. 2023. Vol. 239. Pp. 356–364. (In Russ.)] DOI: 10.38197/2072-2060-2023-239-1-356-364.
2. *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. С. 5–19. [Shirov A.A., Gusev M.S., Nekrasov F.O. The nature of inflation in the modern Russian economy and its impact on economic growth. Studies on Russian Economic Development. 2025. No. 2. Pp. 5–19. (In Russ.)] DOI: 10.47711/0868-6351-209-5-19.
3. *Головнин М.Ю.* Выступление на XIV Международной научно-практической конференции «Абалкинские чтения» 23 апреля 2025 г. РЭУ им. Г.В. Плеханова. «Механизмы достижения национальных целей России». [Golovnin M.Yu. Speech at the XIV International Scientific and Practical Conference “Abalkin Readings” April 23, 2025. Plekhanov Russian Economic University. Mechanisms for achieving Russia’s national goals].
4. *Tobin J.* A General Equilibrium Approach to Monetary Theory // Journal of Money, Credit and Banking. 1969. Vol. 1. No. 1. Pp. 15–29.
5. *Ершов М. В.* Глобальные тенденции в мировой экономике и новые возможности для России // Вопросы экономики. 2024. № 12. С. 5–28. [Ershov M.V. Global trends in the world economy and new opportunities for Russia. Voprosy Ekonomiki. 2024. No. 12. Pp. 5–28. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2024-12-5-28.
6. *Алексеев А.В.* Монетарная политика как инструмент планового управления экономикой // Вестник российской академии наук 2025. Т. 95. № 1. С. 28–37. [Alekseev A.V. Monetary policy as a tool of planned economic management. // Herald of the Russian Academy of Sciences. 2025. Vol. 95. No. 1. Pp. 28–37. (In Russ.)] DOI: 10.31857/S0869587325010038.

7. *Volcker P.* Dealing with Inflation: Obstacles and Opportunities // Remarks at the Alfred M. Landon Lecture Series on Public Issues, Kansas State University, 1981. <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-paul-a-volcker-451/dealing-inflation-obstacles-opportunities-8236/fulltext>
8. *Krugman P.* The Age of Diminished Expectations. The MIT Press Cambridge. 1997.
9. *Маевский В.И., Малков С.Ю.* Переход от простого воспроизводства к экономическому росту // Успехи физических наук. 2011. Т. 181. № 7. С. 753–757. [*Maevsky V. I., Malkov, S. Yu.* Transition from simple reproduction to economic growth. *Advances in physical sciences.* 2011. Vol. 181. No. 7. Pp. 753–757. (In Russ.)]
10. *Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А.* Особенности и проблемы моделирования переключающегося воспроизводства // Экономика и математические методы. 2015. Т. 51. № 1. С. 26–44. [*Maevsky V. I., Malkov S. Yu., Rubinstein A. A.* Features and Problems of Modeling the Shifting Mode of Reproduction. *Economics and Mathematical Methods.* 2015. Vol. 51. No. 1. Pp. 26–44. (In Russ.)]
11. *Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А., Красильникова Е.В.* Об одном направлении развития мезоэкономической теории // Журнал институциональных исследований. 2019. № 11(3). С. 21–38. [*Maevsky V. I., Malkov, S. Yu., Rubinstein A.A., Krasilnikova E. V.* On one direction of development of the mesoeconomics. *Journal of Institutional Studies.* 2019. No. 11(3). Pp. 21–38. (In Russ.)] DOI: 10.17835/2076-6297.2019.11.3.021-038.
12. *Рубинштейн А.А.* Расширенная версия модели переключающегося режима воспроизводства с эндогенной инфляцией // Экономика и математические методы. 2020. Т. 56. № 4. С. 28–37. [*Rubinstein A.A.* Extended version of FCG model with endogenous inflation // *Economics and Mathematical Methods.* 2020. Vol. 56. No. 4. Pp. 28–37. (In Russ.)] DOI: 10.31857/S042473880012424-5.
13. *Иванченко И.С., Ниворожкина Л.И.* Оценка воздействия денежной массы на темпы прироста российского ВВП // Финансы: теория и практика. 2025. № 29 (1). С. 34–44. [*Ivanchenko I. S., Nivorozhkina L.I.* Assessment of the impact of the money supply on Russian GDP growth rates. *Finance: Theory and Practice.* 2025. No. 29 (1). Pp. 34–44. (In Russ.)] DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-1-34-44.
14. *Смирнов В.Д.* В поиске эффективного решения управления инфляцией // Современная конкуренция. 2025. Т. 19. № 1. С. 122–140. [*Smirnov V.D.* In Search of an Effective Solution to Inflation Management. *Journal of Modern Competition.* 2025. Vol. 19. No. 1. Pp. 122–140 (In Russ.)] DOI: 10.37791/2687-0657-2025-19-1-122-140.
15. *Глазьев С.Ю., Сухарев О.С.* Экономический рост и монетарная политика России // Journal of New Economy. 2025. Т. 26. № 1. С. 6–30. [*Glazyev S. Yu., Sukharev O.S.* Economic growth and monetary policy in Russia. *Journal of New Economy.* 2025. Vol. 26. No. 1. Pp. 6–30. (In Russ.)] DOI: 10.29141/2658-5081-2025-26-1-1.
16. *Маевский В.И.* О возможности таргетирования экономического роста: теоретический аспект // AlterEconomics. 2024. № 21(2). С. 159–178. [*Maevsky V. I.* The Possibility of Targeting Economic Growth: Theoretical Aspect. *AlterEconomics.* 2024. No. 21(2). Pp. 159–178. (In Russ.)] DOI:10.31063/AlterEconomics/2024.21-2.1.
17. *Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А.* Макроэкономические условия перехода России к высоким темпам роста: опыт X-экономики Китая. Вопросы экономики. 2023. № 10. С. 98–123. [*Maevsky V.I., Malkov S.Y., Rubinstein A.A.* Macroeconomic conditions of Russia's transition to high growth rates: China's

experience. *Voprosy Ekonomiki*. 2023. No. 10. Pp. 98–123. (In Russ.)]
DOI:10.32609/0042-8736-2023-10-98-123.

18. *Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А.* Анализ связи между эмиссией, инфляцией и экономическим ростом с помощью модели переключающегося режима воспроизводства. *Вопросы экономики*. 2019. № 8. С. 45–66. [*Maevsky V.I., Malkov S.Yu., Rubinstein A.A.* Analysis of the relationship between issuing money, inflation and economic growth with the help of the SMR-model. *Voprosy Ekonomiki*. 2019. No. 8. Pp. 45–66. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2019-8-45-66.

Дата поступления рукописи: 25.05.2025 г.

Дата принятия к печати: 07.08.2025 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Рубинштейн Александр Александрович – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия
rubinstein.alexander@gmail.com

ABOUT THE AUTHOR

Alexander A. Rubinstein – Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia
rubinstein.alexander@gmail.com

ON THE QUESTION OF KEY RATE REDUCTION

Since October 2024, the key rate in the Russian Federation exceeds the profitability of a significant number of economic sectors, resulting in such risks as difficulty in lending, the possibility of sliding into recession, and the emergence of a monetary overhang due to individual deposit growth. Using the example of a similar situation in the USA in 1980–1982 with the help of the model of the shifting mode of reproduction (SMR model) the importance of additional commodity supply is shown, which was provided by a strong rise in import supplies. An alternative series of precautionary measures damping the negative effects of a key rate cut is also proposed. On possible options, approximate calculations of the consequences were made with the help of the SMR model.

Keywords: *inflation, key rate, recession, fixed capital investment, shifting mode of reproduction model (SMR model).*

JEL: C02, E22, E42.