

Наступая на «эффект граблей»

Что ожидать от ЦБ и правительства и почему правильное действие одного ведомства создает проблемы другому



Фото: Анатолий Жданов / Коммерсантъ

07:52, 19 марта 2026,

Дмитрий Прокофьев

редактор отдела экономики

полную версию материала со всеми мультимедиа-элементами
вы можете прочитать [по этой ссылке](#) или отсканировав QR-код →



20 марта 2026 года совет директоров Банка России примет решение по ключевой ставке. Рыночный консенсус, основанный на опросах аналитиков, с высокой вероятностью ожидает снижения ставки на 0,5 процентного пункта – с 15,5 до 15,0% годовых. Если ЦБ будет снижать ставку на 0,5 п.п. на каждом заседании до конца года, среднегодовая ставка составит 14%, что укладывается в прогнозный диапазон российского финансового регулятора.

Однако, как показывает практика последних двух лет, буквальная интерпретация сигналов и прогнозов в отношении российского ЦБ — занятие неблагодарное. Процент попаданий прогнозов инвестсообщества в решения ЦБ — самый низкий среди всех крупных центробанков мира: примерно в 70% случаев решения принимались против рыночного консенсуса.

Это не «вредность» регулятора, а следствие уникальных условий: мощнейшая структурная трансформация экономики, разрыв прежних связей, радикальное изменение экономических моделей, высокая волатильность и неопределенность данных, а также политическое давление лоббистов.

В преддверии мартовского заседания в распоряжении аналитиков оказался обширный массив новой информации — от оперативных данных по инфляции до масштабного исследования Института психологии РАН, изучавшего реакцию россиян на изменения денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

Что говорят цифры: инфляция, ожидания, структура сбережений и новые факторы

Опубликованные ЦБ РФ данные с исключением сезонного фактора демонстрируют заметное замедление роста цен в феврале 2026 года. Сезонная корректировка позволяет очистить

данные от регулярных колебаний (например, скачков цен на овощи осенью) и увидеть реальный тренд.

СПРАВКА «НОВОЙ»

- Общая инфляция (ИПЦ — индекс потребительских цен) после устранения сезонности составила 0,47% после 1,14% в январе.
- Базовый ИПЦ (показатель, исключая наиболее волатильные компоненты — плодоовощную продукцию, нефтепродукты и регулируемые услуги) — 0,39% после 0,88% в январе.

Динамика подтверждает, что январский скачок цен был вызван преимущественно разовыми факторами — повышением НДС, акцизов и индексацией тарифов. Эффект налоговой реформы в основном исчерпан, вторичные последствия минимальны. Высокие январские показатели компенсируются низкими значениями ноября-декабря 2025 года.

Данные за февраль немного выше многолетней нормы, но это не критично. Разгона устойчивого инфляционного импульса пока не наблюдается, хотя до полной нормализации еще далеко, прежде всего, из-за динамики цен на услуги.

Инфляционные ожидания населения, согласно опросу «инФОМ» (регулярный мониторинг, проводимый по заказу ЦБ), снизились до **13,1%** (с 13,7% в январе), хотя остаются втрое выше целевого уровня 4%. Ценовые ожидания предприятий уменьшились после четырех месяцев роста — позитивный сигнал, указывающий на то, что бизнес перестает закладывать ускорение инфляции в свои контракты.

СПРАВКА «НОВОЙ»

Как видно из данных Оперативной справки о результатах Мониторинга предприятий ЦБ РФ, баланс ответов предприятий об ожидаемом изменении цен на следующие три месяца в марте составил 20,2 (после 20,0 в феврале и 23,3 в январе). Это означает, что ценовые ожидания бизнеса остаются повышенными, но стабилизировались после скачка в конце 2025 года. При этом текущие оценки изменения цен (фактический рост цен на продукцию предприятий) в марте резко снизились до 14,4 после февральского всплеска (24,1). Это говорит о том, что предприятия зафиксировали замедление роста цен на свою продукцию, что согласуется с общей картиной дезинфляции.

Мониторинг предприятий ЦБ РФ (опрос 1–16 марта) дает важную информацию о состоянии экономической активности. Сводный индикатор бизнес-климата в марте опустился до **-0,1** (после 0,2 в феврале и 1,5 в январе). Это означает, что в марте впервые за длительное время индикатор указывает на преобладание негативных оценок.

СПРАВКА «НОВОЙ»

- **Текущие оценки** (как предприятия оценивают текущую ситуацию) упали до **-9,4** в марте с **-7,5** в феврале. Это самое низкое значение за последние кварталы, свидетельствующее о резком ухудшении

восприятия текущих условий.

- **Ожидания на следующие 3 месяца**, напротив, выросли до 9,6 (с 8,3 в феврале). Это означает, что бизнес смотрит в будущее с некоторым оптимизмом, надеясь на улучшение.

Такая динамика характерна для ситуации, когда экономика проходит нижнюю точку: текущие оценки ухудшаются, но ожидания начинают восстанавливаться. Однако сам по себе уровень ожиданий остается невысоким по сравнению с предыдущими годами.

Другие данные также говорят скорее в пользу дезинфляции.

- **Денежная масса (M2)** — совокупность наличных и безналичных средств в экономике — растет темпами 9–10%, что ниже средних исторических значений (2015–2021: 11,4%).
- **Корпоративное кредитование**: за последние 3 месяца ежемесячный прирост составил всего +0,22%, за 12 месяцев +0,78%. Для сравнения: в 2024 году среднемесячный прирост был 1,77.
- **Розничное кредитование**, за исключением льготных программ, «очень плохое» — прямое следствие высокой ключевой ставки и сберегательной модели поведения населения. Но со сберегательным поведением людей все не так просто.

Почему люди опасаются расходов? Совместное исследование Института психологии РАН и ВЦИОМ, опубликованное в рамках «Квартального прогноза ВВП» ИНП РАН (№ 69, март 2026), выявило критическое падение «воспринимаемого контроля»: доля россиян, считающих, что их жизнь зависит от них самих,

сократилась с **67% в апреле 2022 года до 41% в феврале 2026-го**. Традиционно такой «низкий уровень контроля» ведет к сберегательной модели поведения, избеганию рисков и долгосрочных инвестиций.

Экспериментальная часть исследования показала:

объявление о планах снижения ключевой ставки не увеличивает готовность людей тратить. Возникает эффект «перекладывания» — поиска более доходных банковских предложений, а не дополнительного потребления.

СПРАВКА «НОВОЙ»

Данные Агентства по страхованию вкладов (АСВ) подтверждают этот вывод:

- Счета с остатком свыше 10 млн руб. составляют всего **0,2%** от числа счетов, но на них приходится **30,2%** всей суммы вкладов (средний вклад — 35 млн руб.). Их владельцы при снижении ставки будут искать альтернативные инвестиции (недвижимость, фондовый рынок, золото), а не наращивать потребление.
- Счета до 1 млн руб. — это **94,7%** счетов, но лишь **23,6%** средств: средний вклад — 160 тыс. руб. Этой суммы недостаточно для крупных покупок, при снижении

ставки деньги будут переключаться между банками.

Таким образом, ни одна группа вкладчиков не создаст потребительского бума в ответ на смягчение ДКП (денежно-кредитной политики).



Фото: Александр Манзюк / Коммерсантъ

Что-то случилось: новые факторы неопределенности

- **Эскалация в Иране.** Цены на российские сорта нефти выросли в 2–2,5 раза, металлы — на максимумах с 2022 года, драгоценные металлы — на исторических максимумах. Возможный шквал легких экспортных денег с неясным временным окном — а это проинфляционный фактор

(перегрев инвестиционного спроса, возможность расширения бюджетного импульса).

- **Валютный курс.** В противовес сырьевому ралли рубль начал слабеть — потенциально значимый проинфляционный фактор, возникший непосредственно перед заседанием.
- **Планы Минфина по секвестру бюджета.** Анонсировано сокращение расходов на 10%, но без конкретики по срокам и статьям. Это может быть дезинфляционным фактором, но его реальное влияние будет зависеть от того, какие статьи урежут и будут ли сверхдоходы от экспорта компенсировать выпадающие доходы.
- **Бюджетный дефицит.** В январе 2026 года дефицит федерального бюджета составил 1,7 трлн руб. при доходах 2,36 трлн и расходах 4,08 трлн. Хотя часть этого дефицита объясняется опережающим финансированием, общая тенденция к наращиванию расходов сохраняется. Структура расходов смещена в пользу непроизводительных секторов (ОПК, социальные трансферты). Инвестиции в инфраструктуру, образование, здравоохранение сжимаются.
- **Баланс рисков.** В целом баланс смещен в проинфляционную сторону за счет внешней конъюнктуры и ослабления рубля, но агрессивный разгон инфляционных ожиданий, наблюдавшийся в конце 2025 года, сходит на нет. Дезинфляционные факторы (кредит, денежная масса, торможение экономики) являются более фундаментальными и устойчивыми.

Грабли для экономики

Для понимания глубинных процессов, определяющих динамику инфляции и эффективность денежно-кредитной политики в РФ, необходимо обратиться к трудам нобелевского лауреата Кристофера Симса. Его работы, созданные на протяжении трех десятилетий, формируют фискальную теорию уровня цен (FTPL — Fiscal Theory of the Price Level) и дают ключ к анализу

взаимодействия монетарной и фискальной политик.

В работе «**Paper Money**» Симс формулирует основополагающий тезис: «*Paper money requires fiscal backing*» — бумажные (фиатные) деньги требуют фискальной поддержки. Их ценность определяется не столько количеством, сколько тем, что государство собирает налоги именно в этой валюте. Но еще важнее механизм ожиданий: экономические агенты смотрят на действия правительства и формируют представления о будущих налогах и бюджетных профицитах.

Рынок оценивает не просто объем дефицита, а **структуру расходов**. Если деньги идут на создание товаров и услуг для людей (инфраструктура, образование, поддержка производства) — это создает будущую налоговую базу. Если средства направляются на «непроизводительные расходы» («приоритетный сектор», социальные трансферты без привязки к производительности) — отдачи в виде будущих налогов не последует.

В 2022–2025 годах структура бюджетных расходов в России изменилась именно в сторону «приоритетного» сектора, и рынок, наблюдая за этим, заложил соответствующие коррективы в инфляционные ожидания.

Как этот тезис работает в реальности? Ресурсы (труд, капитал, импортные компоненты) уходят в сектор, который не производит товары для населения. Денежные доходы (зарплаты, социальные выплаты) при этом сохраняются. Товаров на полках становится меньше — цены растут. Центральный банк реагирует повышением ставки. Но ставка — инструмент неизбирательный: она охлаждает спрос во всех

секторах, включая гражданские, которые и так страдают от нехватки ресурсов. Эффект монетарного ужесточения оказывается слабее ожидаемого.

В работе **«Stepping on a rake: The role of fiscal policy in the inflation of the 1970s» (2011)** Симс описывает механизм, впоследствии названный «эффектом граблей». Если государственный долг чувствителен к изменению процентных ставок (например, велика доля краткосрочных обязательств или бумаг с плавающим купоном), то повышение ставки для борьбы с инфляцией увеличивает расходы на обслуживание долга. Дефицит не сокращается, инфляционное давление не ослабевает, а после временного снижения инфляция возвращается.

В России доля облигаций федерального займа с плавающим купоном (ОФЗ-ПК) превышает треть внутреннего долга. Когда ЦБ поднял ставку, расходы бюджета на купонные выплаты автоматически выросли. Дефицит не уменьшался, инфляция не падала. Правительство оказалось перед выбором: эмиссия (мгновенный разгон инфляции с помощью печатного станка) или повышение налогов. Был выбран второй путь — налоговая реформа 2025 года с повышением НДС до 22%. Но повышение налогов давит на бизнес, сокращает инвестиции и через издержки снова толкает цены вверх. Круг замкнулся.

В работе **«A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy» (1994)** Симс показывает, что для стабильности уровня цен необходимо согласование монетарной (денежно-кредитной) и фискальной политик. Возможны два устойчивых режима:

1. **Активная монетарная/пассивная фискальная** — ЦБ активно управляет инфляцией, а фискальная политика автоматически подстраивается (налоги растут при увеличении долга, расходы сдерживаются).

2. Пассивная монетарная/активная фискальная — ЦБ фиксирует ставку или удерживает ее на низком уровне, а фискальная политика определяет уровень цен через управление долгом.

В России сложилась третья, неустойчивая конфигурация: **и монетарная, и фискальная политика активны**. ЦБ борется с инфляцией повышением ставки, Минфин наращивает расходы и долг, налоги повышаются дискретно и с запозданием.

Это и есть «эффект граблей» в чистом виде: каждое «правильное» действие одного ведомства создает проблемы для другого, раскручивая инфляционную спираль.



Фото: Константин Кокошкин / Коммерсантъ

Фискальная теория уровня цен, созданная Симсом, поможет нам интерпретировать наблюдаемые явления не как случайные колебания, а как закономерные следствия экономической политики.

- **Структура расходов и ожидания.** Рынок видит, что бюджетные средства направляются в непроизводительные сектора. Это, согласно Симсу, подрывает веру в будущие бюджетные профициты и закладывается в инфляционные ожидания. Несмотря на февральское замедление инфляции, ожидания остаются высокими (13,1%), что является прямым следствием этого структурного сигнала.
- **Переток ресурсов и ограниченность предложения.** Ресурсы уходят в «приоритетный» сектор, гражданские производства сжаты. Поэтому даже при снижении ставки и потенциальном оживлении спроса он упрется в ограниченное предложение, что создаст риски нового витка цен. Психологические данные подтверждают, что население не склонно тратить, но если спрос все же восстановится (например, за счет бюджетных расходов), предложение не сможет за ним угнаться.
- **«Эффект граблей» в действии.** Высокая доля ОФЗ-ПК делает бюджет крайне чувствительным к уровню ставки. Снижение ставки выгодно Минфину, но оно же может быть прочитано рынком как сигнал о смягчении ДКП в условиях сохраняющихся структурных дисбалансов. Если при этом фискальная политика останется активной (дефицит сохранится, расходы не будут переориентированы), мы получим классическую «активно-активную» ловушку: ЦБ стимулирует спрос, но предложение не расширяется, а бюджетный дефицит подогревает инфляционные ожидания.
- **Новые факторы как дополнительная неопределенность.** Внешний шок (рост цен на нефть) и ослабление рубля действуют в противоположных направлениях, создавая для ЦБ сложную задачу балансирования. Планы Минфина по секвестру пока не конкретизированы, но если сокращение

затронет производительные расходы, а не непроизводительные, структурный перекос лишь усилится.

Прогноз на 20 марта и дальнейшие сценарии

С учетом всех данных — февральского замедления инфляции, дезинфляционных трендов в денежной сфере, признаков охлаждения экономики — **наиболее вероятное решение: снижение ставки на 0,5 п.п., до 15,0% годовых.** Более резкий шаг маловероятен из-за высокой неопределенности (политика, бюджет, инфляционные ожидания).

Сигнал, сопровождающий решение, скорее всего будет **умеренно-мягким**, но с акцентом на:

- необходимость подтверждения устойчивости дезинфляции;
- пристальное наблюдение за внешнеэкономической конъюнктурой;
- важность конкретных действий со стороны бюджетной политики.

ЦБ будет стремиться поддерживать интегрально жесткие денежно-кредитные условия: высокую реальную ставку и по инфляционным ожиданиям бизнеса и финансового рынка, жесткие условия кредитования.

Дальнейшая траектория будет зависеть от того, удастся ли согласовать действия ЦБ и Минфина, и как реализуются новые факторы. На основе теории Симса можно выделить три базовых сценария развития событий.

- **Сценарий А: Координация политик (переход к пассивной фискальной политике)**

Минфин принимает решения о реальном сокращении непроизводительных расходов, изменяет параметры бюджетного правила для снижения дефицита, переходит к автоматической подстройке налогов под долговую нагрузку. В этом случае у ЦБ появляется пространство для более активного смягчения без риска разгона инфляции. Экономика может вернуться к сбалансированному росту. **Вероятность сценария невысока** из-за текущей неопределенности и политических ограничений и задач.

- **Сценарий Б: Сохранение статус-кво (активно-активная ловушка)**

Минфин продолжает активную политику, дефицит остается высоким, долг растет. ЦБ, пытаясь компенсировать инфляционные риски, снижает ставку медленно или делает паузы. Экономика стагнирует при умеренной, но устойчивой инфляции — **стагфляционная ловушка**. Снижение ставки не стимулирует рост из-за структурных ограничений и психологических факторов, но и не разгоняет инфляцию до взрывных значений. **Этот сценарий выглядит наиболее вероятным** в ближайшие кварталы.

- **Сценарий В: Эскалация (фискальное доминирование)**

Правительство, столкнувшись с невозможностью финансировать дефицит за счет заимствований по приемлемым ставкам, переходит к эмиссионному покрытию (давление на ЦБ, отказ от жесткой ДКП). Это приводит к резкому ускорению инфляции, потере доверия к денежно-кредитной политике, обвалу рубля и глубокому кризису. **Вероятность пока невысока**, но может возрасти при резком ухудшении внешней конъюнктуры или при определенных политических решениях.

Решение по ключевой ставке 20 марта, скорее всего, будет техническим. Гораздо важнее оценка ЦБ новых факторов: придут ли «легкие» нефтедоллары, как поведет себя рубль, и главное — что конкретно Минфин будет секвестировать.

Работы Кристофера Симса убедительно показывают: при «активно-активной» конфигурации политики устойчивая стабилизация невозможна. Пока Центральный банк и Министерство финансов будут тянуть в разные стороны, «эффект граблей» будет воспроизводиться снова и снова. Без согласования с фискальной политикой, без переориентации бюджетных потоков в пользу секторов, создающих потребительские товары, монетарный стимул будет бессилён.

ЧИТАЙТЕ ТАКЖЕ:



[В режиме экстремальной экономики](#)

Премьер-министр предупреждает: происходящее опасно для здоровья экономики

12:29, 27 февраля 2026, Дмитрий Прокофьев



[Бюджет на диете](#)

Российские финансовые власти заговорили о секвестре бюджета. Что могло пойти не так и к чему это приведет?

12:02, 13 марта 2026, Дмитрий Прокофьев