

Экономика растет на 1% медленнее, если исключить "дутый" из-за ключевой ставки рост в финансовом секторе на 17% г/г

Повышение КС до 21% в 2024 технически завысило ВВП. В реальности средний рост экономики после 1 кв. 2024 не превышает 0,6%.

Уже [писал](#) о странностях в расчете ВВП и "разрыва выпуска" из-за финансового (банковского) сектора. Теперь можно рассказать правду.

Тогда Твердые цифры ответили и [предложили](#) версию: мол, финансовый сектор с ростом ставки "отъедает" добавленную стоимость у других отраслей.

Это, конечно, не так. Хотя бы с точки зрения деления на финансовые и реальные ресурсы. "Вытеснить" (crowding out) можно реальные ресурсы (товары, ископаемые, рабочую силу), а не финансовые. Суть финансовых ресурсов - они одновременно чьи-то активы и обязательства. Долг одних = активы других. Реальные ресурсы переходят без следов, а финансовые оставляют след в виде чьего-то долга.

Настоящий эффект **crowding out** раскрывает одна теория - Modern Monetary Theory (MMT). В других местах вам будут рассказывать "сказки", как бюджет забирает у кого-то ресурсы своим дефицитом (на самом деле - ВЛИВАЕТ!). Забирать можно реальные ресурсы ростом расходов на реальные товары и услуги, а дефицит - сугубо финансовый элемент. Аналогично финансовый сектор ВЛИВАЕТ финансовые ресурсы в реальную экономику при росте активов.

Рост ставки в первую очередь **перераспределяет** процентные доходы и расходы между заемщиками и кредиторами. 1 к 1 - на сколько уменьшили потребление заемщики, на столько увеличили потребление кредиторы, кем бы они ни были.

Интегральным индикатором совокупного роста спроса является **прирост кредита в широком смысле** (с облигациями, бюджетом, рассрочками и неплатежами) относительно размера ставки:



Если прирост кредита превышает ставку процента, то продолжается номинальный рост спроса.



Если прирост кредита не превышает ставку, то совокупный спрос не меняется (или определяется факторами, не связанными со ставкой и кредитом), но в больше мере перераспределяется между разными агентами в экономике.

#ММТ

Что же происходит у нас с ВВП и добавленной стоимостью (ВДС) по Разделу К "Деятельность финансовая и страховая"?

Они завышаются из-за некорректного учета дефлятора при росте ставок. Дефлятор в финансовом секторе -17%, а реальный рост +17% г/г. Можно было бы поверить, что кредит и маржа банков росли так до середины 2024, но рост в 1 кв. 2025 расходится с реальностью по всем метрикам.

Полагаю, что методика Росстата не учитывает новую реальность с льготным кредитованием и считает, что банки недополучают процентные доходы при росте ставок (см. комментарий). Поэтому дефлятор занижается, а реальный рост завышается.

Номинальная сумма ВДС в финансовом секторе относительно стабильна и составляет около 4% ВВП. При этом в реальном выражении она растет с начала цикла повышения ставок в 2023 и достигла 6,3% от ВВП в 1 кв. 2025 г. (по официальным данным в постоянных ценах 2021 с сезонной коррекцией). Как вам разрыв в 1,5 раза!

💡 Макроэкономическая политика и ДКП некорректно оценивают текущий рост ВВП и разрыв выпуска. Они завышены до 1% в год. Допускаю, что в 2025 экономика уже находится в рецессии два квартала подряд без учета финансового сектора.

Всплеск ВВП в 4 кв. 2024 также мог быть техническим из-за льготного кредитования. Часть субсидий по льготным кредитам промышленности приходит раз в квартал, часть - в конце года. Достаточно было компенсировать банкам ~250 млрд руб. в декабре, чтобы завысить реальный ВВП на 0,5% кв/кв.

При ставках 20% бюджет мог тратить >250 млрд в месяц на компенсации банкам по льготным кредитам (>3 трлн в год или 1,5% ВВП). Из них до 200 млрд руб. по разным госпрограммам ипотеки.

Дальше с уменьшением ставок будет обратная ситуация - реальный ВВП будет занижаться за счет финансового сектора, а дефлятор в этом секторе улетит в большой плюс. Также было с дефлятором во 2 кв. 2023 +60% г/г после -26% во 2 кв. 2022 - на росте КС до 20% с последующим снижением до 7,5%.

PS. Будем надеяться, что ЦБ учтет этот факт в будущих прогнозах и снизит ставку быстрее до нормальных уровней.

