Великое посрамление

Антон ТАБАХ,
главный экономист,
«Эксперт РА»;
доцент, ВШЭ

Нынешний год аналитическому сообществу — причем как российскому, так и мировому — запомнится посрамлением моделей и интуиции. С масштабами и глубиной роста инфляции прокололись практически все пророки и прорицатели ставок и курсов. Начала снижения инфляции ждали как Годо — сначала весной, потом летом, потом осенью. Наконец многие гуру сочли, что пик был достигнут в начале ноября — но это не точно.

Если бы душителям инфляции 1970-х показали американский «всплеск инфляции» 2021 года — 6.2%, они бы удивились, что нужна какая-то особая борьба

Ключевой вопрос: рост инфляции временный, вызванный перекосами в мировой и национальной экономиках, связанными с пандемией, или же сверхмягкая глобальная денежно-кредитная политика и достаточно мягкая бюджетная политика, в том числе и в странах, обычно к этому не склонных (от Германии до России), а также изменения на рынке рабочей силы приведут к тому, что инфляция будет существенно выше, чем привыкли за последние десятилетия?

В жизни все относительно. Если бы душителям инфляции 1970-х показали американский «всплеск инфляции» 2021 года — 6.2% (4% — базовая при безработице 4.5%), они бы удивились, что нужна какая-то особая борьба. А уж страхи, что сворачивание программ поддержки экономики приведет к обвалу фондового рынка, заставили бы удивляться еще больше — какое дело ФРС или другому центральному банку до жирных биржевых котов. Но стандарты изменились — привыкнув к безработице ниже 4% при инфляции 2–2.5%, наблюдавшейся во второй половине десятых, ее рост вызывает страх. При этом все большее влияние приобретают традиционно еретические идеи, что инфляция не столь важна сама по себе, куда важнее рост или снижение неравенства. Более того, новая секта оформилась в ММТ и может стать общепризнанной финансовой «религией» — с паствой в высоких кабинетах.

За временный характер американской и мировой инфляции говорит ее факторный анализ — двузначный в процентах рост инфляции на туристические услуги, скорее, вызван эффектом базы, а на подержанные автомобили — изменением предпочтений и перебоями в поставках комплектующих для новых машин. Сложнее с ростом цен на продовольствие и в инвестиционных товарах. Если «климатический переход» не останется разговорами за все хорошее, то сопряженные с ним инвестиции будут долгосрочными факторами поддержки спроса на различного рода сырье и технику, а также на рабочую силу. Прочие инфраструктурные проекты — как минимум в США и Китае — также подпитывают инфляцию. С другой стороны, новые технологии и материалы снижают издержки практически везде, кроме продовольственного сектора — но тут рост спроса также имеет

естественные ограничения, а хороший урожай может убрать существенную долю недавнего роста цен. Кроме того, регуляторы действительно научились купировать инфляцию в мирное время как в реальности, так и за счет подгонки индексов цен. В конце концов, любой индекс — это «социальный конструкт», инфляция даже средних участников списка «Форбс», представителей среднего класса или же беднейших граждан существенно различается и по структуре, и по масштабам. Вполне возможно, единая инфляция, сформированная как средняя температура по больнице, стала окончательно бессмысленной — надо менять инструменты. Недаром самым инфляционным товаром в российской потребительской корзине за последние 10 лет — и до его исключения из нее — были ртутные термометры, которые стали архаикой и экзотикой по технологическим и экологическим причинам.

Необходимость роста ставок также подвергается сомнению, даже если мы имеем дело не с разовым всплеском инфляции, а — что вполне вероятно — с ее переходом с 2% уровня до 3–3.5% в развитом мире (тоже не слишком страшным цифрам по меркам конца XX века). Такая повышенная, но не «турецкая», инфляция как минимум поможет государствам «стравить» раздувшиеся после 2008–2009-го и, главное, в 2020–2021 годах долг и (в меньшей степени) расходы, не повышая налоги — за исключением некоторого наведения порядка с налогом на прибыль.

Структура госдолга крупнейших стран достаточно комфортная — но высокие ставки достаточно быстро начнут давить в первую очередь на американский бюджет, а этого даже ФРС не хотелось бы. За инфляционное потакание заплатят те, кто сберегал, и пенсионеры — но кого они волнуют. Кроме того, те, кто побогаче из долгосрочных инвесторов, озолотились на рынках акций и недвижимости. Так что, возможно, центральные банки развитого мира не будут свирепствовать и позволят инфляции быть несколько выше привычной, но не спровоцируют кризисы на рынках и в госфинансах.

У России в этой ситуации «особенная стать». Если смотреть исключительно на финансовые и торговые аспекты, от пандемии она выиграла. Бюджет пухнет от денег, ФНБ в еще лучшей форме, госдолг, хотя и несколько вырос, тоже микроскопический по мировым стандартам. При этом ЦБ считает своим долгом поддерживать инфляционную стабильность, которой добивался с 2014 по 2016-й и лелеял с тех пор с небольшими послаблениями на острую фазу пандемии. Когда стало понятно, что инфляция вышла из своей пещеры, регуляторы взяли меч-кладенец ключевой ставки и нормативов и пошли рубиться со Змеем Горынычем.

На пресс-конференции после последнего заседания Банк России продолжил наращивание ставки и еще раз заявил о готовности ломать инфляцию через колено с целью достигнуть 4–4.5% инфляции в конце II квартала 2022-го. Практически любой ценой. Ключевой вопрос: до какого уровня поднимут одноименную ставку и когда будут ее пик и разворот? Пока наиболее вероятным выглядит пик ставки в 2022-м и относительно быстрый (в пределах полугода) переход к смягчению денежно-кредитной политики. Однако уровень, с которого начнется спуск, может быть и 8.5%, и 9%, что сильно выше прогнозируемой в начале года инфляции, но близко к инфляционным ожиданиям. Двузначная ключевая ставка в свежие прогнозы ЦБ не заложена — даже в инфляционный сценарий, но пространство для маневра у денежных властей достаточно большое, даже без внеочередных заседаний. Ситуация в каком-то смысле похожа на 2015 год, и эффект от ужесточения ДКП с лета мы увидим только к концу I квартала, а в полной мере — к III кварталу 2022-го. Главное отличие 2021-го от 2015-го в том, что вклад разовых факторов, а не инфляционных ожиданий в инфляцию сейчас более значим, чем тогда, поэтому существенная часть инфляционного «перехлеста» (отклонения от таргета 4%) временная и скорректируется сама собой. Но компонента, связанная с инфляционными ожиданиями, требует не только жесткой риторики, но и показательной жестокости в действиях. Отсюда и жесткость — но менее быстрая и масштабная, чем было в 2014–2015-м.

Таким образом, нас ожидает «год великого перелома» в инфляции. С учетом отличной внешней конъюнктуры не стоит ждать отрицательного роста ВВП в 2022 году, но снижение темпов неизбежно. Достаточно мягкий бюджет — это еще одно важное отличие от прошлой битвы с инфляцией — также смягчит эффект от закручивания гаек. Но кредитование, в том числе ипотечное, перестанет быть драйвером роста. На наш взгляд, самый негативный сценарий — если инфляция резко рухнет в первом полугодии, потянув за собой рост, а ЦБ не начнет оперативно снижать ставки. При этом бюджетная политика может быть перезапущена в сторону консолидации — она неоднократно заявлялась, но пока откладывается в условиях хороших доходов бюджета. Для участников долгового рынка самое важное понять, когда ветер переменится и можно ставить на снижение ставки и рост цен по всему фронту.

Двузначная ключевая ставка в свежие прогнозы ЦБ не заложена, но пространство для маневра у денежных властей достаточно большое, даже без внеочередных заседаний