Летние сюрпризы, или С чем именно борется ЦБ и чего это будет стоить

Евгений НАДОРШИН,
главный экономист,
«ПФ Капитал»

В середине лета Банк России удивил рынок, подняв ключевую ставку сначала на 100 базисных пунктов после почти годовой паузы, а тремя неделями позже добавил еще 350 базисных пунктов на внеочередном заседании.

ЧТО СЛУЧИЛОСЬ

Утверждать, что сам факт повышения был сюрпризом, безусловно, нельзя — регулятор еще с осени 2022 года (почти сразу после довольно резкого окончания цикла снижения ставки) готовил рынок к такому шагу и прямо перед решением позаботился о том, чтобы участники почувствовали близость важных событий. Однако его масштаб сюрпризом был, и еще каким — в июле и августе средние ожидания оказались превышены раза в два. Например, 21 июля большего, чем 50 базисных пунктов, повышения ждали немногие[1]. За тот день, что ЦБ дал на размышление о масштабе возможного повышения 15 августа, немногие из опрошенных решились назвать увеличение на более чем 200 б. п. базовым вариантом.

Если бы консенсус вокруг 50 или 200 б. п. сложился, например, в 2019 году, то можно было бы уверенно утверждать, что решение ЦБ почти наверняка от него отличаться не будет. После 2014-го и до 2020 года ЦБ довольно много внимания уделял тому, чтобы соответствовать ожиданиям рынка, даже когда повлиять на них в должной степени не выходило. Полагаю, это было не худшей практикой, поскольку адекватная коммуникация и взаимопонимание между Центробанком и остальными экономическими агентами в режиме инфляционного таргетирования не менее важны, чем манипуляции со ставкой и иными формальными параметрами, что отмечается во многих научно-практических работах, касающихся режима инфляционного таргетирования, даже в довольно ранних[2]. Но с пандемией что-то в регуляторе сломалось, а с началом СВО поломка, похоже, стала фатальной. Например, в 2022 году ЦБ, кажется, считал своим долгом удивить почти каждым изменением ставки, выдавая больше, чем от него ждал рынок.

После 2014-го и до 2020 года ЦБ довольно много внимания уделял тому, чтобы соответствовать ожиданиям рынка

[1] Интерфакс, «ЦБ РФ рассмотрит вопрос о ставке, базовый прогноз — повышение на 50 б. п.». URL: https://www.interfax.ru/business/912599

[2] Bernanke B. S., Laubach Th., Mishkin F. S., Posen A. S. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. URL: https://www.jstor.org/stable/j.ctv301gdr

Пауза и длительная подготовка, казалось, намекали на перемены в подходе и возвращение к чему-то… более предсказуемому, но нет — снова не угадали. В чем же сейчас дело?

ПОЧЕМУ ЭТО НЕ БОРЬБА С НАБЛЮДАВШЕЙСЯ ИНФЛЯЦИЕЙ

Предлагаю вспомнить недавнее прошлое. Посмотрев на собственные прогнозы ЦБ в конце 2022 года[1], несложно увидеть, что регулятор в конце 2022 года ожидал инфляцию в диапазоне 5–7 % к концу 2023 года, допускал не только небольшое увеличение, но и снижение (!!!) ставки, при этом не обещал достижения 4-процентной инфляции ранее конца 2024 года. Собственно, в этой части за исключением ключевой ставки прогнозы сильно не изменились в июле 2023-го[2]. Более того, ускорение инфляции с весны с уровней ниже 4 % тоже не было для регулятора секретом как минимум с начала 2023 года[3]. Если проверить прогнозы аналитиков и собственные прогнозы ЦБ, то здесь тоже немногое поменялось: можно сказать, что до июля ситуация даже выглядела лучше ожиданий времен конца 2022-го, в июле она, скорее, стала им соответствовать.

Безусловно, есть изменения в ожидаемом и уже случившемся экономическом росте, правда проявилось это не вдруг и до недавнего времени оказывало на динамику инфляции весьма сдержанное влияние — цены на многие товары (и даже группы товаров) снижались от месяца к месяцу до середины лета несмотря на весьма впечатляющие темпы роста розницы. Например, телерадиотовары, электротовары и другие бытовые приборы дешевели еще в июне к маю, а к июню 2022 года снижение цен в этих категориях составляло 21.5 % и 8.2 % соответственно. Собственно, в укрупненных категориях непродовольственных товаров из отчетов Росстата 6 из 11 демонстрировали в июне снижение к маю. Если не лезть в детали, то цены на продукты питания в первый летний месяц росли на 0.2 % к аналогичному периоду 2022-го, на непродовольственные товары — на 1 %, а «тащил» всю инфляцию сектор услуг, где лидировал с хорошим отрывом зарубежный туризм, за которым с отставанием шли административно регулируемые тарифы ЖКХ и пассажирские перевозки. Догадаться о том, что уже в июле ЦБ увеличит ставку аж на 100 базисных пунктов, мотивируя это текущими темпами прироста цен, из этих данных непросто. «Добавка» в августе и вовсе смотрится на этом фоне неуместной, тем более что инфляцию за первую декаду этого летнего месяца мы видим, и она хорошо замедляется к июлю, что предсказуемо с учетом вернувшейся летней погоды.

Темы роста цен в промышленности также не давала до недавнего времени веских оснований утверждать, что нарастающее инфляционное давление велико и может значимо повлиять на прогнозную динамику розничной инфляции. Причем это верно как с учетом сырья и продукции его первичной переработки (сильно влияют на промышленные показатели), так и без. В сумме в июне 2023-го темпы инфляции в промышленности стали нулевыми по сравнению с июнем 2022-го, впервые с начала года выйдя из отрицательной зоны.

Из доступных к моменту решений в июле и августе данных можно уверено утверждать, что развитие инфляционных процессов вполне укладывалось в прогнозы как регулятора, так и участников рынка, отклонения от них были разумными и даже не всегда в сторону превышения. Например, весной инфляция явно оказалась ниже основной массы прогнозов, и даже динамика «устойчивых компонент» (что бы под этим ни подразумевалось) не давала оснований для резкого повышения ставки, да еще так, чтобы преподносить рынку сюрприз за сюрпризом.

Причина произведенного в июле повышения ставки была в другом.

А В ЧЕМ ЖЕ ТОГДА?

Судя по комментариям в СМИ, после экстренного заседания это уже не секрет ни для кого, и только ЦБ зачем-то пытается делать вид, что причины не те, какие кажутся наиболее подходящими. Такое уже было как раз в прошлом году и тоже с неоднократными сюрпризами — снижения ставки с весны 2022-го шли в аналогичном режиме и даже схожими темпами. Сначала внеочередное заседание в начале апреля, позже в апреле аналитики ждали еще 200 б. п., ЦБ снизил на 300[4], на очередном внео-

Экономика может оказаться снова в умеренной рецессии уже в конце текущего года

[1] Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке 28 октября 2022 года. URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43430/forecast_221028.pdf

[2] Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке 21 июля 2023 года. URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45148/forecast_230721.pdf

[3] Пресс-релиз Банка России о решении сохранить ключевую ставку на уровне 7.5 % годовых. URL: http://www.cbr.ru/press/pr/?file=10022023_133000Key.htm

[4] РБК. Банк России снизил ключевую ставку до 14 %. URL: https://www.rbc.ru/finances/29/04/2022/626ab5199a79479180735e30

чередном в конце мая повтор — снова ждали 200, получили 300[1], ну и так далее. Если посмотреть на то, как вел себя рынок в это время, то все становится ясно: с уровней чуть выше 120 (на Московской бирже), на которых доллар оказался в начале марта, он скатился до менее чем 80 к началу внеочередного заседания в апреле. После недолгой коррекции на фоне первого весеннего удивления удорожание рубля продолжилось, и к концу апреля доллар был в районе 70, к концу мая — ниже 60 рублей. Эффективными сюрпризы при снижениях в то время я бы не назвал — в основном они позволяли добиваться небольших и непродолжительных удешевлений рубля, но тренда не меняли. При этом самый заметный эффект был по итогам первого из заседаний, и длился он, вероятно, недели полторы. В дальнейшем результативность была уже не та — рынок явно привык и даже ждал чего-то подобного. Видимо, в ЦБ запомнили лишь то, что эффект бывал. Полагаю, именно попытка повторить прошлогодние результаты и подтолкнула сотрудников регулятора к такому спорному решению. То есть в 2022-м ключевую ставку из-за курса снижали, а в этом — повышают.

Почему ЦБ выбрал ставку как инструмент борьбы за стабильность курса? Судя по довольно скромным анонсированным интервенциям (отказ от покупок и небольшие продажи, растянутые на полгода) причина в том, что самый эффективный для достижения этой цели в краткосрочной перспективе инструмент применять в заметных масштабах не готовы (не могут?). Не думаю, что продать нужно много, нескольких миллиардов долларов в юаневом эквиваленте на август-сентябрь должно было бы хватить — сырье и, в частности, нефть, хорошо подорожало с июня, есть чем стабилизировать потом (разве только с конвертацией выручки проблемы). Есть и еще меры: судя по всему, некоторые из тех, что не касаются стоимости денег для всего рынка, без большой огласки были применены, но основную роль в борьбе за стабильность валютного рынка регулятор отчего-то упорно отводит ключевой ставке.

ЭФФЕКТИВНА ЛИ ЭТА МЕРА

Июльское снижение оказалось даже менее результативным для обменного курса, чем прошлогодние, несмотря на то что его подкрепили даже небольшими интервенциями. А вот в августе регулятор смог достичь неплохого, на первый взгляд, эффекта, видимо, добавив и немного непубличных мер совместно с правительством. Удастся ли удержать курс, на момент сдачи статьи неясно — прошлый год оснований для оптимизма давал мало, но на рынок уже должна поступать выручка от экспорта более дорогой нефти, и, может быть, предпринятого в этот раз хватит. Однако у основного инструмента воздействия — повышения ставки — будут побочные последствия.

Во-первых, комментарии, которыми ЦБ сопроводил свое решение, подталкивают к хотя бы еще одному повышению ставки, пусть даже и номинальному (например, 0.25 б. п.), поскольку инфляция, какой бы непугающей она мне ни казалась, продолжает ускоряться по отношению к аналогичному периоду прошлого года, и этот, казалось, такой удобный предлог, становится ловушкой — ускорение роста потребительских цен к аналогичному периоду прошлого года до середины осени минимум было практически предопределено еще в конце прошлого года. Значит, надо продолжать действовать, раз боремся, а все никак не побеждаем, и потенциал малоболезненного для экономики повышения уже исчерпан. Причем рынок, получивший «ценный» опыт, может ждать новых сюрпризов. Не хочется представлять, как могут развиваться события, если ЦБ попробует снова удивить.

Во-вторых, инфляция, которая с июля набирает обороты, не та, с которой можно побороться ставкой. Она в существенной степени представляет собой плод временных факторов, эффект от которых может выдохнуться прежде, чем результат от повышения ставок ЦБ значимо повлияет на цены (шок августовского повышения может сработать гораздо быстрее обычного). Видно, как динамично дорожает бензин — это следствие решения властей снизить субсидирование внутреннего рынка топлива, дорожают ряд продовольственных позиций, влияние погоды на которые, вероятно, гораздо сильнее, чем остальных факторов вместе взятых, в июле предсказуемо (после впечатляющего скачка доллара) возобновился рост цен почти во всех категориях непродовольственных товаров (везде значимо присутствует импорт). Привычно и предсказуемо продолжает тянуть инфляцию вверх зарубежный туризм и пассажирский транспорт. Если девальвация рубля прекратится самое позднее с августом, то основной эффект этих инфляционных факторов будет в ценах до конца года, когда влияние повышения ставок ЦБ начнет явственно ощущаться по всей экономике.

В-третьих, по статистическим показателям хорошо видно, что экономическая активность разделилась на две категории. Для одной из них, назовем ее гражданской, стоимость денег и ключевая ставка имеют заметное значение, повышения на нее влияют, а большие повышения влияют сильно. Для другой важны совершенно другие параметры, и к ставке (впрочем, как и к курсу, похоже) она не слишком чувствительна. Как это будет менять структуру экономики страны, предсказать несложно, а вместе со структурой, кстати, будет меняться и способность ЦБ влиять на протекающие процессы.

В-четвертых, то, что произошло и с курсом, и со ставками, запустило череду нерациональных решений. Кто-то пытается покупать товары, пока не подорожали (не исчезли с полок), кто-то — валюту впрок, кто-то бежит брать кредиты, ставки по которым меняются не так быстро, как ключевая. Это все даже поддержит рост в III квартале, зато когда ресурсы будут непродуктивно использованы — нас, вероятно, ждет резкая просадка внутреннего спроса. А это — единственный драйвер роста экономики сейчас.

КАКИХ ПОСЛЕДСТВИЙ МОЖНО ОЖИДАТЬ

Полагаю, что ключевая ставка будет в районе 12 % к концу года (ее могут успеть еще раз поднять и даже снизить в текущем году). Доллар отступит от уровней, на которых был перед заседанием, и трехзначные числа если и будем видеть, то пока лишь временами. Инфляция окажется к декабрю у верхней границы прогноза ЦБ или чуть выше — 7 %. Экономика может оказаться снова в умеренной рецессии уже в конце текущего года (зависит от масштаба госрасходов: чтобы перебить декабрь 2022-го, потратить надо заметно больше).

[1] РБК. Эксперты спрогнозировали новое снижение ставки на досрочном заседании ЦБ. URL: https://www.rbc.ru/finances/25/05/2022/628e0f329a794739a32ad8a8

FINOPOLIS / 2023

ФОРУМ ИННОВАЦИОННЫХ ФИНАНСОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ

8-10 НОЯБРЯ

МОСКВА
КРОКУС ЭКСПО

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕМЫ:

- Искусственный интеллект
- Цифровой рубль
- Blockchain и смарт-контракты
- API и цифровые платформы
- «Цифра» и регионы
- Импортозамещение

ЗАРЕГИСТРИРОВАТЬСЯ

СТАНЬТЕ УЧАСТНИКОМ ГЛАВНОГО ФИНТЕХ-СОБЫТИЯ ГОДА

Организатор
Банк России

Реклама