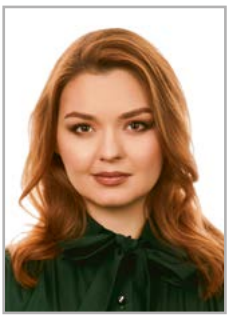
# Ставка есть, консенсуса нет: почему макроэкономисты ошибаются в прогнозе ключевой ставки и инфляции

**Анна КОЖУХАРЬ,**
экономист,
генеральный продюсер
«РБК Инвестиции»



Цикл ужесточения денежно-кредитной политики, начатый Центробанком в прошлом году, оказался если не неожиданным для рынка, то совершенно не предсказанным (здесь я намеренно использую это слово, а не слово «непредсказуемым») с точки зрения дальнейшего развития событий.

«Базовый» и «рисковый» сценарии в макросреде всё сближались и сближались, но так и не догнали реальность

Прогнозы макроэкономистов в 2023 году и по дальнейшей траектории ДКП, и по времени возможного разворота никогда еще не были так противоречивы. В последний раз консенсус вновь оказался более мягким (хотя в прогнозах и не было ни одного варианта за смягчение или даже сохранение текущей ДКП), чем реальность. Я попробую порассуждать о причинах этого явления, осознанно избегая тезиса «экономист А был прав, экономист Б ошибся». Совершенно точно, что с февраля 2023 года ошиблись или были правы по несколько раз абсолютно все макроэкономисты и аналитики нашей страны, но спрогнозировать такое дальнейшее развитие событий не смог никто. Почему? Чего мы все не увидели?

Для начала приведу немного статистики, в которой я опираюсь на материалы коллег из газеты «Ведомости» и консенсус-прогнозы, которые перед каждым заседанием собирает отдел экономики РБК. В феврале 2023 года 14 из 15 опрошенных аналитиков не сомневались в сохранении ключевой ставки на уровне 7.5%, какой она, собственно, и осталась. Более того, почти все опрошенные «Ведомостями» эксперты отмечали усиление проинфляционных рисков, в том числе рост бюджетного дефицита. При этом прогнозировали относительно умеренное повышение — до 8–8.5% и относительно быстрый возврат к мягкой ДКП. В ноябре 2024 года этот в общем аргументированный и логичный прогноз читается если не с улыбкой, то с некоторым удивлением. Переместимся в другую точку прошлого, где консенсус уже существеннее разошелся

и в прогнозах, и в трактовке сигнала Центробанка. 15 сентября 2023 года: 16 из 30 опрошенных (не самое подавляющее большинство) тогда выбирали повышение до 13 %, еще три человека допускали резкое ужесточение — 14–15 %. Однако 11 экспертов тогда были уверены, что ставка останется неизменной. Чем отличалась аргументация? Сторонники сохранения ставки или ее небольшого повышения до 13 % говорили о том, что ДКП действует с лагом, что Центробанк, опираясь на опубликованные данные, не будет перебарщивать, сторонники радикального повышения обращали внимание на курс рубля, который довольно серьезно слабел в то время, и усиление именно инфляционных ожиданий, а не самой инфляции. Центробанк тогда действительно поднял ставку до 13 %. Однако сигнал регулятора вызвал массу противоречивых трактовок (Таблица 1).

**Таблица 1**

Прогнозы по ключевой ставке на конец 2024 года, сделанные с июня по декабрь 2023 года

Источник: заявления компаний

| | |
|---|---|
| Ренессанс-Капитал | <10 % |
| SBER CIB | 12 % |
| Совкомбанк | 12 % |
| ВТБ | 12 % |

Консенсус-прогнозы по заседаниям 27 октября и 15 декабря 2023 года уже гораздо сильнее отличались от действий Центробанка, однако в них появились два нововведения. Во-первых, значительная часть аналитиков стала прогнозировать пиковые значения по ставке (ими по очереди были 14, а затем 16 %), а далее разворот ДКП в диапазоне второго-третьего квартала 2024 года. Пожалуй, самая запоминающаяся в этом ключе программа с Игорем Рапохиным, старшим аналитиком SberCIB Investment Research (а он уже тогда считался ястребом), где пик по ставке он видит на уровне 14 %. Возможно, именно из-за таких трактовок в 2024-м регулятор начал объяснять рынку свои решения: публиковать резюме заседаний совета директоров. Во-вторых, появились, и в немалом количестве еще в 2023 году, более радикальные прогнозы по ключевой ставке на уровне 19 или 20 % в 2025-м, причем средней ставки. Однако все они включали важное дополнение: «рисковый сценарий». С тех пор «базовый» и «рисковый» сценарии в макросреде всё сближались и сближались, но так и не догнали реальность.

В базовом сценарии прогнозы, как правило, сохраняли умеренную жесткость и относительно быстрое снижение. По факту даже самые радикальные из них оказались мягче реальности, а цикл повышения ставок, запущенный Центробанком, оказался не «малым» или «большим», как было ранее, а вообще радикально новым. Так что же произошло? У меня есть две теории по этому поводу, каждая из которых — это скорее приглашение к дискуссии, а не утверждение. И, вполне возможно, что имеют место все названные факторы и какие-то еще.

## СОГЛАСЕН ИЛИ НЕТ

Впервые эту мысль я услышала от Александра Исакова, главного экономиста по России и ЦВЕ Bloomberg Economics, контекст там был немного другой, но, пожалуй, она очень созвучна с тем, на что обращаешь внимание, когда обсуждаешь любые действия Центробанка. Все прогнозы по инфляции, ключевой ставке и даже курсу рубля на самом деле сводятся не к прогнозированию в чистом виде, а к одобрению или неодобрению действий регулятора. Они (неодобрения и одобрения) могут быть как эмоциональными, так и сдержанно аргументированными. Но удержаться от похвалы ЦБ или критики в его адрес почти невозможно. К чему это ведет? К тому, что сначала собственная логика или взгляд на «правильные»/«логичные» действия приводит к превращению их в прогноз, а затем к разочарованию в политике регулятора или излишней надежде на правильность и сбалансированность его действий. В этом смысле я очень люблю возвращаться к Клубу инвесторов РБК Про, который проводила в августе сразу после повышения ставки сразу до 12 %. В гостях у меня намеренно были эксперты с разным мнением и разными прогнозами — Михаил Васильев, главный аналитик «Совкомбанк», Антон Прокудин, главный макроэкономист УК «Ингосстрах-Инвестиции», и Игорь Даниленко, CIO, глава департамента по доверительному управлению активами «Ренессанс Капитал», и каждый из них либо не соглашался, либо соглашался и хвалил Центробанк. По факту же озвученные прогнозы либо осуществлялись не в полной мере, либо вообще не осуществились. Другой запомнившийся мне пример — прекрасное выступление Софьи Донец, тогда еще главного экономиста «Ренессанс-Капитал», а ныне главного макроэкономиста «Т-Инвестиции». Софья в начале февраля 2023 года говорит о будущем заседании Центробанка и, хотя она не оценивает сами действия регулятора, в любом случае пытается объяснить всем его логику и спрогнозировать будущие действия. Не с позиции хорошо/плохо, но с позиции «логично/нелогично». Тогда Софья говорила о российской экономике, что это переход от «холодного к теплому, а не к горячему». Тоже смотрится удивительно из текущего периода, более того, там Софья (и она была совсем не единственной, кто так считал) прогнозирует снижение ставки к концу 2023 года. Чуть позже летом, когда Банк России довольно продолжительно удерживал ставку на уровне 7.5 %, именно Софья Донец говорила, что, учитывая текущие данные по инфляции и другие признаки, сам факт удержания столь высокой ставки, а не снижение — это жесткий сигнал и он «эффективен сам по себе». И в общем на тот момент времени это был совершенно здравый тезис.

Возникает вопрос: макроэкономисты неправильно трактовали заявления и действия регулятора либо просто верили в их эффективность? Или были так не согласны с действиями регулятора, что в конечном счете не закладывали в свои модели возможности более радикальных мер со стороны ЦБ? У меня нет ответа на этот вопрос, но если посчитать, сколько раз я сама и приглашенные эксперты говорили фразы «в защиту Центробанка» и «не согласен с регулятором», кажется, что такой взгляд имеет место.

## НЕВНЯТНЫЙ СИГНАЛ

Склонность рынков превратно и в свою пользу трактовать сигналы регуляторов в отношении ДКП не какая-то особенная история. «Мягкость» в словах главы ФРС Джерома Пауэлла инвесторы слышали и в декабре 2022 года, и в марте 2023-го, а реальный разворот случился значительно позже. Сигнал российского регулятора в этом плане отличался относительной жесткостью весь 2023 год, однако чем принципиально отличалась ситуация? Во-первых, долгое время Банк России фокусировал

внимание именно на инфляции и инфляционных ожиданиях. Перегретый рынок труда как один из главных проинфляционных факторов появится в комментариях и в широком информационном поле сильно позже, ближе к 2024 году, чем, например, плодоовощная продукция, которую обсуждали всюду до этого. Второе словосочетание, которое, пожалуй, тоже относительно ново — впервые из уст Эльвиры Набиуллиной в таком контексте оно прозвучало только в июле 2024 года, — циклический перегрев экономики. Получается, что до этого такой перегрев и даже низкий уровень безработицы не был на пике повестки.

Макроэкономисты, которые ориентируются в том числе на слова и данные самого Центробанка, а также на ретроспективный анализ его действий, тоже обращали внимание в первую очередь на факторы инфляции во всех ее проявлениях, дефицит бюджета и даже курс российской валюты, как бы оставляя без внимания саму возможность этого циклического перегрева. Потому что на нее ничего не указывало на тот момент (вспоминаем комментарий Софьи Донец о том, что мы видим постепенный рост экономики от «холодного к теплому, который скорее можно назвать восстановительным»). И не указывал в первую очередь сам регулятор. А подозревал ли? Судя по жесткости риторики, вполне мог. Однако собственные прогнозы по инфляции и средней ставке регулятор пересмотрел далеко не сразу с началом цикла ужесточения ДКП. Более того, еще в 2023 году регулятор так или иначе сигнализировал, что верит в достижение цели по инфляции и готов к снижению, если она будет близка.

При этом вспоминаю о тех самых рисковых сценариях, где тот же Михаил Васильев или Игорь Рапохин видели уже в конце 2023-го ставку на «экстремальном уровне 19–20 %». Что в них входило, кроме непосредственно ставки? В первую очередь инфляция, причем на куда более серьезных уровнях, чем сейчас. И курс валюты тоже куда более низкий. И, наконец, геополитика, которая, кажется, не принесла нам слишком больших сюрпризов. В моменте постоянно создавалось впечатление, что мы просто не можем допустить вариант еще более жесткий, чем когда-либо, просто потому, что такого раньше никогда не было и окружающий контекст должен быть совсем уж апокалиптическим. А по факту апокалипсиса вроде нет, а реализация максимально рискового сценария — есть. Так почему же рисковые сценарии стали обычными?

Только с 2024 года, причем не сначала, кроме фактора непосредственно инфляции мы увидели и услышали обсуждение кредитного импульса. Причем как от аналитиков, так и от регулятора. «Парадокс кредитования» в потребительском секторе, о котором говорила Эльвира Набиуллина на ПМЭФ этим летом, слился с парадоксом корпоративного кредитования, когда, несмотря на всё ужесточающуюся риторику, видимо, в надежде на разворот, эмитенты продолжили размещать совершенно рекордный объем флоатеров. Объем рынка корпоративных облигаций только за минувший сентябрь вырос на 526.4 млрд руб., согласно данным сентябрьского обзора рисков финансовых рынков Банка России. В октябре он вырос еще на 512 млрд руб., по данным Cbonds. А если считать только рыночные размещения, то на 410.3 млрд руб. И почти все это облигации с плавающим купоном. А это только один вид кредита из множества, которые могут привлекать компании. Получается, что разворота денежно-кредитной политики ждали и инвесторы, и эмитенты, но развернулся только консенсус-прогноз.

Какие меры по усмирению кредитного парадокса есть у Банка России, кроме дальнейшего ужесточения ДКП? Является ли это ужесточение само по себе проинфляционным фактором? Все это предмет для дискуссии уже следующего года. Однако очевидно, что макроэкономические модели в текущей реальности не смогли объяснить ее в должной мере и спрогнозировать. Разумеется, не стоит преувеличивать долгосрочное планирование, в том числе и со стороны регулятора: они следят за ситуацией и корректируют политику в соответствии с изменениями и новыми факторами. Ретроспективно эта реакция может казаться последовательной, избыточной или запоздалой, но всегда ли это реакция или и превентивные меры тоже? И, если, например, продолжить дискуссию о влиянии или отсутствии влияния текущей ставки на инфляцию, то, пожалуй, сложно сказать, что бы с ней было, будь ставка ниже. Впрочем, уже не до конца ясно, что будет, если ставка окажется еще выше. Но этот сценарий у нас как раз есть шанс увидеть и переписать модели, которые больше не работают. То есть, если вольно цитировать роман Пелевина, поменьше следует читать Financial Times и ожидать, что традиционные модели будут эффективны в столь необычной ситуации.

**Разворота денежно-кредитной политики ждали и инвесторы, и эмитенты, но развернулся только консенсус-прогноз**