Чем сильнее перед поворотом мы давим на газ — тем резче придется тормозить

Егор СУСИН,
управляющий директор,
Газпромбанк Private Banking

В 2024 год многие входили с ожиданиями, что и повышение процентных ставок, и их снижение будут быстрыми. Действительно, на тот момент складывалось ощущение, что ставки 16% будет достаточно для того, чтобы экономика охладилась, а инфляция снижалась, хотя и не до целей Банка России в 4%, консенсус был в районе 5%. Были и скептики, которые ожидали инфляцию ближе к 6–6.5%. В прогнозах ошиблись практически все.

Рост зарплат на фоне бюджетного импульса привел к росту доли платежеспособных заемщиков, что усилило кредитный импульс даже в условиях роста процентных ставок

Оптимисты ожидали возвращения инфляции ближе к 4–4.5% и снижения процентной ставки до примерно 10% к концу года. Пессимисты предполагали, что инфляция останется выше ожиданий и цели Центрального банка. Но даже пессимисты, большинство прогнозов которых концентрировалось вокруг отметки 6–6.5%, ожидали снижения ставки до уровня 13–14%, так как к концу года сезонно сглаженная инфляция в таком сценарии должна была приближаться к 4%. Реальность оказалась значительно более агрессивной, инфляция на конец года будет 8–8.5%, а ключевая ставка была повышена до 21% и может вырасти еще, если Банк России не увидит признаков изменения ценовой динамики и охлаждения инфляционных ожиданий (Рисунок 1).

Объективно стоит сказать, что был недооценен сразу ряд важных факторов: уровень нейтральной ставки — он оказался выше ожидаемого; лаги влияния ставки — они оказываются длительнее; жесткость ЦБ — многие участники рынка посчитали, что Банк России пойдет на снижение ставки даже раньше, чем удастся достичь цели (Рисунок 2). После октябрьского заседания, на котором Банк России повысил ставку на 2 п. п., до рекордных за период таргетирования инфляции 21%, он выделил ряд причин, по которым влияние ставки было менее выраженным, хотелось бы рассмотреть эти причины подробнее.

Первое — это бóльшая инерция инфляционных ожиданий из-за того, что инфляция уже четыре года превышает целевой уровень.

Упрощенно динамику спроса в экономике определяют так: возможности, базовые потребности и «желания». Возможности здесь — это динамика доходов, наличие избыточных сбережений и доступность кредита. Потребности определяются общим уровнем жизни, если домохозяйства находятся ниже этого уровня, они при наличии возможностей в среднем будут склонны к нему стремиться. Желания отражают скорее добавочный

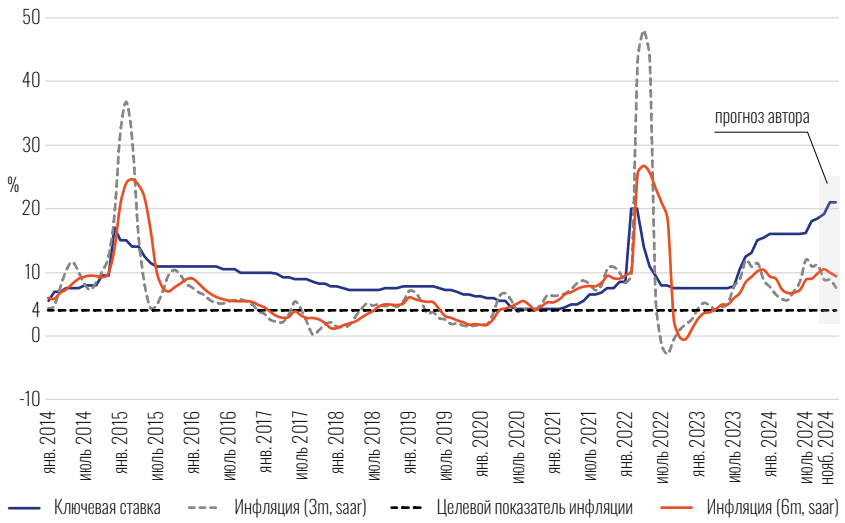


Рисунок 1
Инфляция и ключевая ставка Банка России

Источники данных:
Банк России, расчеты автора

спрос, который и определяется балансом ожиданий и возможностей — именно здесь ключевую роль играют инфляционные ожидания. К 2024 году сложилась ситуация, когда инфляционные ожидания были повышены у населения, предприятий, экономистов и рынка в целом. А бюджетная политика сформировала широкие возможности, и это второй фактор, о котором говорит ЦБ.

Второе — это влияние стимулирующей бюджетной политики...

Российский бюджет вряд ли формально можно считать агрессивным, по крайней мере, пара процентов от ВВП дефицита бюджета — это значительно ниже, чем во многих странах. Но если посмотреть на расходы бюджета — они выросли за три года почти на 60%, часть этих расходов была профинансирована за счет смягчения бюджетного правила, когда большая часть «рентных» экспортных доходов была направлена в экономику. Помимо этого, бюджет использовал частично накопленные в прошлом ресурсы ФНБ и направил в 2023–2024 годах 4.2 трлн руб. на финансирование дефицита бюджета. Дополнительно для финансирования расходов бюджета применялись и налоговые механизмы (дополнительный НДПИ, разовые налоги и пр.). Но все это можно было оценить, бюджет по объективным причинам переместил часть доходов в непроизводительные сектора экономики. Главное, что было недооценено, — это структурные эффекты бюджетных расходов. Существенно выросли доходы домохозяйств, которые до этого были невысокими и характеризовались низкой нормой сбережений, что мультиплицировало эффект бюджетных расходов в более интенсивный прирост спроса, усиленного кредитным импульсом.

Третье — это группа факторов на стороне банковского сектора. Послабления в рамках банковского регулирования позволяли банкам агрессивно наращивать кредитование, не беспокоясь о необходимости поддерживать более ликвидную структуру активов и дополнительно наращивать буферы капитала.

Банк России указывает на то, что послабления в регулировании позволили банкам действовать более агрессивно. Но такой взгляд не дает полной оценки сложившейся ситуации. Одним из значимых факторов активного роста кредитования стал, конечно, субсидированный кредит, объем которого превысил 15 трлн руб., из которых только льготная ипотека составила около 10 трлн руб. Это привело к тому, что средние ставки в экономике были существенно ниже, а значимая часть кредита была нечувствительна к изменениям процентной ставки, так как бюджет «купил» процентный риск на свой баланс. В общем объеме кредитования это достаточно значимая величина около 12% кредитного портфеля банков, которая приводит к тому, что повышение ключевой процентной ставки на средних ставках в экономике сказывается

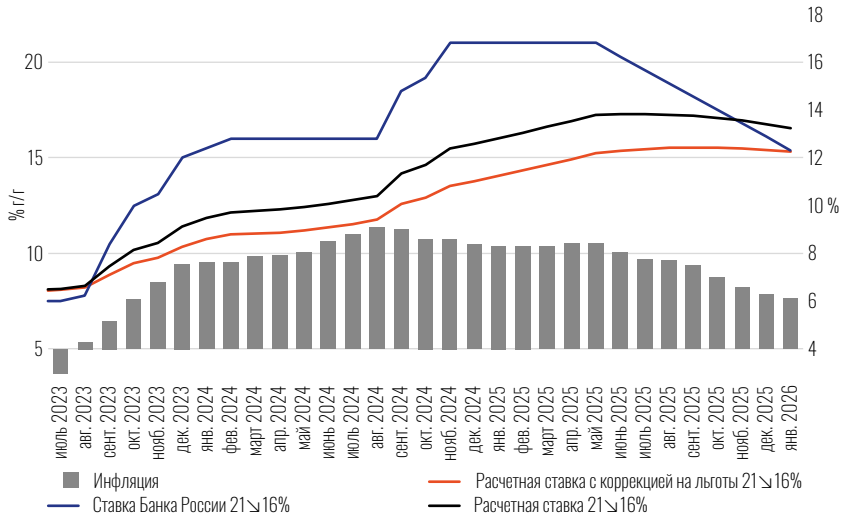


Рисунок 2
Денежно-кредитная политика Банка России

Источники данных:
Банк России, расчеты автора

значительно медленнее и влияние становится сглаженным. А это удлиняет лаги денежно-кредитной политики.

Рост зарплат на фоне бюджетного импульса привел к росту доли платежеспособных заемщиков, что усилило кредитный импульс даже в условиях роста процентных ставок. Если у домохозяйств выросли доходы, и появилась возможность удовлетворить свои базовые потребности (до этого недоувлетворенные) за счет наращивания кредита — они это делают независимо от ставки.

Но есть еще один важный структурный фактор, который действительно оказался недооцененным, — это переход на кредитование компаний по плавающим ставкам. Это обстоятельство оказало огромное и пока в полной мере не оцененное влияние на динамику корпоративного кредитования, а соответственно, и трансмиссию ДКП. Фактически, банки отказались от покупки процентного риска, что привело к существенному росту общей потенциальной емкости кредитования. С лета 2023-го по осень 2024 года из 16 трлн руб. прироста кредитов банков корпоративному сектору 13 трлн — это кредиты по плавающим ставкам, в основном привязанным к ключевой ставке Банка России. В августе 2024 года кредит по плавающей ставке составил 39.8 трлн руб., или более 53% всех кредитов компаниям (Рисунок 3). Дело в том, что два основных риска, которые банк «покупает» на свой капитал, — это кредитный риск и процентный риск. Если один из них банки оставляют на заемщике, то их способность к кредитованию существенно возрастает.

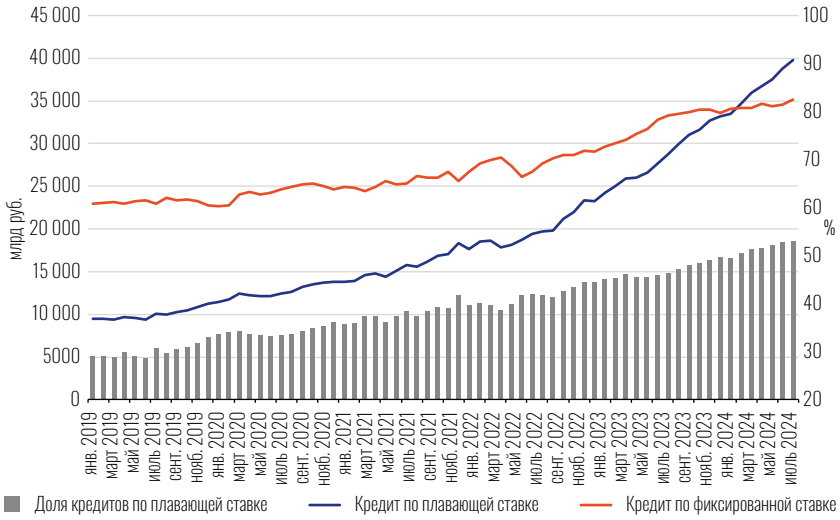
При этом так как новый кредит фактически создает новые деньги в системе (депозиты) с сопоставимой дюрацией, способность банков наращивать кредитование ограничена только кредитными рисками и капиталом. Капитал генерируется в условиях сохранения достаточно устойчивой процентной маржи, которая в том числе поддерживается повышением процентной ставки. По крайней мере, до тех пор, пока не начнут реализовываться кредитные риски, если компании не смогут обслуживать долг по существенно выросшим ставкам и банкам придется отправлять прибыль в резервы. И этот фактор риска на рынке также выглядит недооцененным, взятие компаниями на себя процентного риска и агрессивный рост кредита создают потенциал для роста кредитного риска в системе.

Учитывая, что бизнес сформировал ожидания быстрого разворота ставки и ее снижения, готовность занимать по плавающим ставкам была высокой и это дополнительно усилило кредитный импульс. И здесь мы приходим к четвертому фактору Банка России.

Четвертое — сказалась неточность в нашей коммуникации в начале этого года. Наш прогноз предполагал снижение ставки вслед за замедлением инфляции, но многие восприняли его так, что мы будем снижать ставку в любом случае. И это мотивировало людей и бизнес не снижать спрос на кредиты.

Банк России указывает на то, что его прогноз снижения ставки и инфляции был неправильно воспринят экономическими агентами, и это действительно так. Но связано это не только с коммуникацией Банка России, хотя слишком низкий прогноз по достижению инфляцией 4% на конец 2024 года многими воспринимался как нереалистичный, и это сыграло свою роль. Если бы ЦБ не настаивал на том, что цель будет достигнута в текущем году, то и прогноз по ставке у него должен был быть выше (как сейчас). Злую шутку с ожиданиями сыграли прошлые кризисы, когда в 2014 и 2022 годах резкое повышение ставки завершалось таким же резким снижением. Бизнес и банки сформировали ожидания быстрого снижения ставки из шаблонов прошлого, и очень сомнительно, что коммуникация Банка России могла бы это значимо изменить. Конечно, если бы прогноз Банка России не предполагал снижение ставки в принципе, может, это бы немного сдержало кредитный импульс, но и только.

Все вышеперечисленное позволяет говорить о том, что механизмы трансмиссии ДКП в текущей экономической ситуации работают не совсем так, как этого ожидали, и это привело к значимой недооценке инфляции и потенциала роста ставок. Это не означает, что ставка не влияет, скорее, что это происходит медленнее и менее интенсивно в условиях бюджетного импульса, дефицита рабочей силы и трансформации кредитных механизмов. Однако это также говорит о том, что не стоит недооценивать риск «жесткой посадки» экономики и финансового рынка, когда текущее ужесточение денежно-кредитной политики в полной мере реализуется. Сейчас все уверены, что высокие ставки — это надолго, также, как год назад были уверены, что это не надолго. Но, учитывая лаги и текущую жесткость ДКП, возможно, «отматывать» ситуацию обратно придется намного быстрее, чем мы сейчас ожидаем на фоне реализации рисков финансовой стабильности и замедления экономики. В конце концов, чем сильнее перед поворотом мы давим на газ — тем резче придется тормозить.

Рисунок 3
Кредит компаниям по фиксированной и плавающей ставке

Источники данных: Банк России, расчеты автора