

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Ключевая ставка и торможение экономики

Решение ЦБ РФ повысить ставку сегодня не было неожиданностью, вопрос был в том, повысит ли на 1 или 2 п.п. Получился второй вариант и ключевая ставка теперь 21%. Ожидания рынка и прогноз ЦБ РФ по ставке также продолжили ползти вверх. И как всегда вопрос в том, где будет пик ставки, и, главное, когда, ответа на который ни у регулятора, ни у участников рынка нет, причем по объективным причинам. Раньше ЦБ РФ не приходилось по-настоящему бороться с инфляцией, особенно с ее резистентной формой.

ЦБ РФ и инфляция. Краткая история

ЦБ РФ отказался от контроля курса рубля и перешел к режиму инфляционного таргетирования почти 10 лет назад в конце 2014 года. Почти сразу он столкнулся с необходимостью резко повысить ставку из-за роста инфляционных рисков. Второй раз это пришлось это делать в 2022 году после начала СВО. И оба раза после повышения ставки инфляция в скором времени начинала замедляться.

Отметим, что в 2014 г. наблюдался валютный кризис: резкое ослабление рубля, которое во многом и было источником инфляционного давления. Повышение ставки провоцировало приток спекулятивного капитала (carry trade), что и привело к стабилизации валютного рынка и давлению курса на инфляцию. Здесь, безусловно, действия ЦБ РФ оказали решающее влияние.

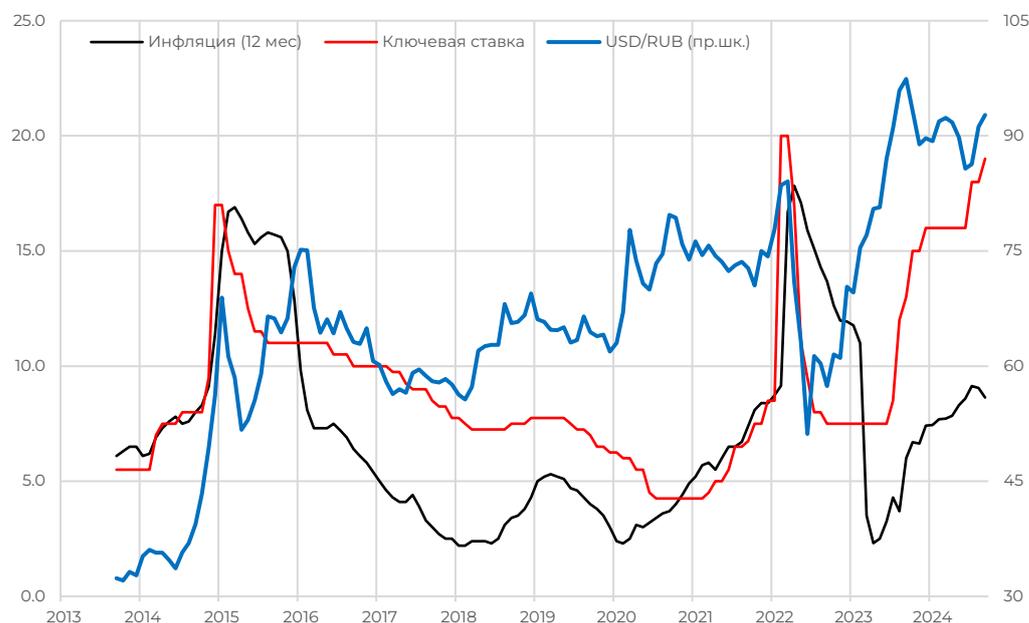
В 2022 году волны carry trade не было, зато была блокировка движения капитала. А так как экспортные доходы продолжили поступать, а импорт обвалился, на рынке возник избыток предложения валюты. Рубль резко укрепился, инфляция снизилась (и даже местами стала отрицательной). Роль ключевой ставки в снижении инфляции в этот раз была близкой к нулю.

Повышение ставок во второй половине 2018 г. также происходило на фоне ослабления рубля, вызванного санкциями (сейчас смешно про них всерьез вспоминать), и носило скорее демонстративный характер. Тогда ЦБ РФ удалось убедить рынок в серьезности намерений, здесь можно засчитать победу регулятору.

В 2021 году начался цикл повышения ставок, который действительно можно всецело связать с инфляцией (рубль тогда был относительно стабильным), которая начала расти на фоне восстановительного роста экономики после COVID-19. Чем закончился тот поединок ЦБ РФ и инфляции, мы не узнаем, он оборвался с началом СВО. Можно лишь констатировать, что на момент начала СВО инфляция находилась выше ориентиров, а политика ЦБ РФ ужесточалась... Отметим лишь, что с инфляцией тогда

столкнулись многие страны, ни одному регулятору не удалось быстро справиться с проблемой.

Инфляция, ключевая ставка и валютный курс.



Ограниченный опыт ЦБ РФ

Как нетрудно заметить, повышение ключевой ставки хорошо работало только в тех случаях, когда включался механизм стабилизации валютного курса или ожиданий. Исторический пример победы ЦБ РФ над инфляцией без стабилизации или укрепления рубля отсутствует.

Текущие экономические условия

Нынешняя ситуация в экономике намного сложнее для регулятора.

Во-первых, фискальный стимул. Причем не столько количественный (доходы и расходы в % ВВП все-таки держатся в рамках), сколько структурный, связанный, например, с увеличением оборонных расходов. Это, помимо прочего, приводит к тому, что часть инвестиционного спроса оказалась нечувствительна к ставкам.

Во-вторых, изменение распределения доходов, в частности, резкий рост благосостояния людей со средними и низкими доходами. Это привело к изменению структуры потребительского спроса, что ускорило рост цен.

В-третьих, структурный шок на стороне предложения в виде ухода иностранных компаний и официальных поставщиков, что привело к снижению возможности производства внутри России. Причем этот процесс растянут во времени и продолжается в разных сегментах до сих пор.

В-четвертых, отсутствие carry-trade, из-за чего повышение ставки не приводит к укреплению рубля.

Все это приводит к тому, что трансмиссионный механизм ослаблен.

Если сюда же добавить «переходную» инфляцию (transitory inflation), обусловленную адаптацией цен к меняющимся структурам спроса и предложения, то достижение цели по инфляции становится крайне проблематичным.

Потеря ориентиров для ЦБ РФ

Так что ЦБ РФ сейчас не позавидуешь. Ускорение инфляции налицо, и надо как-то действовать, но:

1. Невозможно оценить силу и скорость влияния параметров денежно-кредитной политики ЦБ РФ на основе исторических данных, любые оценки имеют крайне низкую надежность.
2. Опыт прошлых лет как ограничен, так и слабо применим из-за серьезных структурных изменений, произошедших в экономике.
3. Нет понимания о нежелательных последствиях длительного периода высокой ставки (рост равновесной инфляции, сокращение совокупного предложения).

Остается действовать «по фактической погоде», опираясь на текущие данные и результаты опросов, интуитивно меняя параметры ДКП вслед за изменением ситуации. При этом цена ошибки сейчас очень велика:

Избыточное ужесточение = резкое замедление роста вплоть до рецессии, дефолты, проблемы в банковской системе, кризис ликвидности.

Недостаточное ужесточение = закрепление высокой инфляции, продолжительный период высоких ставок, риск избыточного ужесточения в будущем.

Однажды, оказавшись в непонятной для себя ситуации, ЦБ РФ уже добился рецессии, спровоцировав кризис ликвидности в сентябре 2008 года. После этого ЦБ РФ всегда действовал гораздо осмотрительнее. В условиях же СВО сотворить рецессию – это будет так себе «достижение».

Поэтому в текущих условиях более «безопасным» для регулятора выглядит ужесточение небольшими шагами. Впрочем, эффект от каждого повышения будет суммироваться с отложенным эффектом прошлых повышений, причем он может проявиться неожиданно сильно.

Зачем вообще повышать ставку, если ценой является спад экономики?

Конечной целью ужесточения денежно-кредитной политики является, конечно же, снижение инфляции. Но промежуточное звено – снижение совокупного спроса в экономике. На практике это означает, что из-за высоких ставок компании должны сократить инвестиционную активность, небольшая часть наименее эффективных может обанкротиться. В результате спрос со стороны компаний сократится, что снизит давление на цены промежуточных и инвестиционных товаров, вырастет безработица, снизится рост заработных плат, что уменьшит потребительский спрос и рост потребительских цен. В этом как раз основная критика действий ЦБ РФ.

Если не ужесточать монетарную политику, то, конечно, экономика в моменте будет расти еще быстрее, но вместе с этим быстрее будет расти конкуренция на рынках товаров и рынке труда, в результате чего рентабельность компаний будет снижаться, как и запас финансовой прочности, а инфляция – ускоряться. В итоге спад все равно произойдет, только уже гораздо сильнее и с менее предсказуемыми последствиями.

Говоря образно, цель ЦБ РФ – произвести управляемый спад деловой активности, затормозить экономику, даже если ценой будет разорение части компаний.

А тот факт, что даже при такой ставке значимого охлаждения деловой активности особо не наблюдается, указывает лишь, что остальные условия в экономике (спрос, уход иностранных конкурентов, госзаказ и пр.) пока сильнее и высоких ставок, и низкой безработицы, и роста издержек на рабочую силу.

*Обратная
сторона ДКП*

Если ситуация резко поменяется, и жесткая политика ЦБ РФ достигнет своей цели, что будет заметно на фоне действий компаний и ситуации на рынке труда, то, очевидно, быстро изменится и траектория ключевой ставки. Вряд ли ЦБ РФ действительно целится в рецессию (хотя очень желательно, чтобы рынок так думал). Поэтому смягчение политики может быть при необходимости очень быстрым и неожиданным для рынка.

Хотя, опять же, у ЦБ РФ еще не было опыта не только победы над инфляцией, но и действий после этой самой победы. Но если вспомнить ФРС или ЕЦБ, то снижение ставки там обычно происходит быстрее ее повышения...

*Ставка – не
единственный
механизм*

Стоит отметить, что ставка – не единственный способ охлаждения экономики и снижения инфляции. Есть и другие:

1. Укрепление рубля. Провоцирует рост импорта и давление на цены экспортеров. Хотя ЦБ РФ сторонник рыночного курса, но может прибегнуть и к такой мере. Или же могут быть снова повышены нормативы продажи валюты.
2. Повышение налогов. Как инструмент ужесточения фискальной политики – в следующем году повышается НДС и налог на прибыль компаний.
3. Ужесточение норм резервирования, макропруденциальные меры. Снижение объемов кредитования банками при той же ставке.

Ожидания

Комментарии и подвижность прогноза ЦБ РФ указывает на сохранение высокой неопределенности развития ситуации. А отсутствие примеров, как действовал ЦБ РФ в таких ситуациях в прошлом (ввиду отсутствия таковых), вообще лишает каких-то ориентиров. Тем не менее, я бы исходил из следующих соображений:

1. Жесткая политика ЦБ РФ пока не достигает цели, так как уравнивается позитивными факторами (спрос, уход иностранных конкурентов, оборонный заказ).
2. Инфляция может оставаться высокой еще долго, особенно если денежно-кредитная политика останется недостаточно жесткой и у компаний будет время и возможность переложить цену кредитов в цены товаров.
3. Тем не менее текущий уровень ставки уже запредельно высокий, многие компании из-за этого стали слишком уязвимы к негативным изменениям в экономике. Охлаждение деловой активности может произойти очень быстро и развиваться лавинообразно, что потребует от ЦБ РФ резкого смягчения денежно-кредитной политики вне зависимости от ситуации с инфляцией на тот момент.
4. Скорее всего, фокус выбора мер по борьбе с инфляцией будет смещаться в сторону макропруденциальных и валютного курса. Потенциал повышения ключевой ставки уже сильно ограничен.

Исходя из этого баланс рисков на рынке рублевых облигаций сейчас не симметричен: потенциал снижения доходностей значительно выше потенциала роста. И хотя точку разворота указать сейчас невозможно, стратегическая позиция в длинных облигациях выглядит вполне разумной.

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу www.alfacapital.ru. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как в информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения сделать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на время подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту».