



11 июня 2021 г.

## **О последствиях повышения ключевой ставки Банка России на заседании 11 июня 2021 г.**

Банк России по итогам заседания Совета директоров 11 июня 2021 г. повысил ключевую ставку на 0,5 п.п., до 5,5% годовых. Тем самым Банк России подтверждает свою приверженность «лечению симптомов, а не самой болезни» – это следует из того, что никаких мер воздействия на глубинные причины инфляции, связанные прежде всего с проблемами на стороне предложения товаров и услуг, ЦБ, по сути, не предлагает. Более того, пытаясь усиленно бороться со всплеском цен, во многом вызванным внешними для экономики России факторами, Банк России способствует лишь ухудшению перспектив развития российской экономики.

Согласно пресс-релизу, решение Центрального банка в пользу значительного повышения ключевой ставки было обусловлено следующими основными причинами:

- устойчивый рост внутреннего спроса, опережающий возможности расширения предложения по широкому кругу отраслей;
- инфляционные ожидания населения, находящиеся уже несколько месяцев вблизи максимальных значений за последние 4 года;
- продолжающийся рост кредитования темпами, близкими к максимумам последних лет;
- возможность более существенного, чем ожидается, снижения склонности домашних хозяйств к сбережению под влиянием сочетания низких процентных ставок и роста цен, что обуславливает необходимость повышения привлекательности банковских депозитов для населения;
- сохраняющиеся затруднения в производственных и логистических цепочках;
- ценовая конъюнктура мировых товарных рынков под воздействием факторов как со стороны спроса, так и со стороны предложения;
- усиление волатильности на глобальных рынках, в том числе под влиянием различных геополитических событий, что может отражаться на курсовых и инфляционных ожиданиях.

Также ЦБ указал в пресс-релизе, что более значительное и продолжительное отклонение инфляции вверх от цели формирует необходимость дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях. Таким образом, Центральный банк сигнализирует, что с высокой вероятностью в ближайшие месяцы повышение ставки будет продолжено.

## Принятое решение – плохая новость для экономики, и его следствием будет ограничение темпов экономического роста в РФ и ухудшение положения российского бизнеса

Банк России принятым решением и сопровождающим его пресс-релизом посылает несколько сигналов. Во-первых, показатель инфляции остается для ЦБ в абсолютном приоритете по сравнению с экономической активностью. ЦБ так и не предполагает своего участия в обеспечении необходимого роста инвестиций в стране. Во-вторых, Банк России сигнализирует, что в кратко- и даже среднесрочном периоде денежно-кредитные условия будут только ухудшаться. Указывая на то, что проблемой для инфляции является опережающий рост спроса по сравнению с предложением, Банк России не предлагает каких-либо мер, способствующих расширению предложения, и концентрирует свои усилия лишь на ограничении внутреннего спроса.

Вместе с тем, в развитых странах инструментарий денежно-кредитной политики за последние 15 лет существенно изменился. Важное отличие связано с существенно более высокой ролью операций центрального банка на открытом рынке, в частности, через программы выкупа тех или иных активов (количественное смягчение). Во многом это было вызвано достижением предела в снижении процентных ставок. Однако в любом случае результатом такой политики стало то, что центральные банки отходят от исполнения исключительно пассивной роли в обеспечении макроэкономической стабильности, и переходят к тому, чтобы играть более активную роль в стимулировании роста. Причем это происходит вне зависимости от того, какая цель в области денежно-кредитной политики установлена формально.

Например, у ЕЦБ главная цель установлена как «поддержание ценовой стабильности в еврозоне». Однако риторика президента ЕЦБ Кристин Лагард указывает на то, что сам ЕЦБ видит свою роль существенно шире, акцентируя внимание именно на экономической активности. В частности, по итогам заседания 10 июня 2021 г. она заявила следующее: «Сохранение благоприятных условий финансирования в период пандемии по-прежнему имеет важнейшее значение для снижения неопределенности и укрепления доверия, позволяя поддержать экономическую активность и обеспечить ценовую стабильность в среднесрочном плане»<sup>1</sup>. Также можно вспомнить и ее январскую речь под названием «Изменение климата и центральные банки», в которой она подчеркнула необходимость участия центрального банка в решении вопросов, связанных с изменением климата, в частности, через обеспечение доступного «зеленого» финансирования<sup>2</sup>. При этом доступность финансирования обеспечивается не только уровнем процентных ставок, но и покупкой «зеленых» облигаций на баланс ЕЦБ. Фактически таким образом она показывает, что центральный банк не только может, но и должен более активно участвовать в достижении общих целей развития, не замыкаясь лишь на вопросах достижения ценовой стабильности любой ценой.

Банк России же сознательно самоустраняется от решения общеэкономических задач. Как неоднократно уже повторяла Э. Набиуллина, а также и ее коллеги, «на долгосрочные факторы экономического роста мерами, инструментами денежно-кредитной политики, теми инструментами, которые есть у Центрального банка, повлиять невозможно»<sup>3</sup>. Однако недоинвестирование – это одна из ключевых структурных проблем российской экономики, которая не может быть решена исключительно за счет институциональных мер со стороны исполнительной и законодательной власти. Фактически, отсутствие активной политики со стороны ЦБ в этом плане ставит российские и зарубежные компании в заведомо неравное положение: если взять, например, уже упоминавшийся климатический вопрос, то европейские компании, решающие задачи по декарбонизации, будут обеспечены со стороны ЕЦБ привлекательными условиями финансирования, в то время как российские компании будут вынуждены

<sup>1</sup> цитата по: <https://www.interfax.ru/business/771600>

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125~f87e826ca5.en.html>

<sup>3</sup> например, в сентябре 2020 года <http://www.cbr.ru/press/event/?id=8122>

привлекать средства на российском финансовом рынке, который, во-первых, в принципе имеет низкую емкость в виду неразвитости, а во-вторых, существует в условиях жесткой денежно-кредитной политики. Все это ведет лишь к ухудшению конкурентных позиций российского бизнеса на мировом рынке и ухудшению перспектив экономического развития страны. Неудивительно, что потом представители ЦБ утверждают, что потенциал роста российской экономики составляет всего 1,5-2,0%.

В свою очередь, ссылки на низкие потенциальные темпы роста экономики в риторике руководства ЦБ становятся оправданием для проведения более жесткой денежно-кредитной политики. Согласно заявлению Э. Набиуллиной, ЦБ может «повлиять на экономический рост, но в той мере, в которой он отклоняется от потенциала». Но тогда возникает вопрос, как именно рассчитывается этот потенциал. Единого подхода к определению этого показателя в экономической науке не существует, а различные методики могут давать очень разные результаты. Так, например, директор департамента денежно-кредитной политики Банка России К. Трemasов в мае заявил, что большинство экспертов сейчас оценивает потенциал России в 1,5-2% (имеется в виду темп роста ВВП), в то время как, например, МВФ оценивал в февральском докладе по России потенциальные темпы роста ВВП России в 2021-2022 гг. в 5-6%, указывая на разрыв выпуска (разницу между фактическим темпом и потенциальным) в -3,0% в 2021 г. и в -1,4% в 2022 г.<sup>4</sup>

### **Природа и причины текущей инфляции носят в значительной степени немонетарный или внешний (по отношению к России) характер, в связи с чем Банк России оказывается не в состоянии существенным образом повлиять на инфляцию**

При выходе из эпидемии коронавируса мировая экономика столкнулась с беспрецедентным ценовым давлением, природа происхождения которого в корне отличается от всех предшествующих периодов высокой инфляции. Закрывание экономик в прошлом году в большей степени ударило по производителям товаров и услуг, чем по потребителям, в связи с необходимостью покрытия издержек от простоя, а также разрыва традиционных производственных и логистических цепочек. В связи с глобальным характером коронакризиса ведущие транснациональные компании были также лишены возможности компенсации потерь за счет региональной диверсификации бизнеса. Таким образом рост издержек отразился на всей мировой экономике и приобрел глобальный характер.

Резкий рост издержек хорошо иллюстрирует динамика мировых ценовых индексов на базовые товары. Так, индекс цен на продовольствие FAO в мае 2021 г. превысил уровень аналогичного периода прошлого года на 39,7%. Только за последний месяц индекс прибавил 4,8%, что является максимальным темпом прироста цен с октября 2010 г. В мае 2021 г. значение этого индекса стало максимальным с сентября 2011 г. и лишь на 7,6% уступает историческому максимуму, зафиксированному в феврале 2011 г. Схожая ситуация наблюдается с ценами на все категории сырьевых товаров. По расчетам МВФ, индекс цен на сырьевые товары в апреле и марте текущего года показал рост более чем на 70% по сравнению с прошлым годом, что является абсолютным максимумом за всю историю наблюдений с 1993 г. Для сравнения, в преддверии мирового финансового кризиса 2008 г. годовые темпы роста цен не превышали 50-60%.

Можно спорить о том, является или нет текущий всплеск инфляции в мировой экономике следствием ультрамягкой денежно-кредитной политики ведущих мировых центробанков и бюджетного стимулирования. Но попытки побороть такую инфляцию любой ценой в отдельно взятой стране путем ужесточения собственной денежно-кредитной политики, очевидно, являются контрпродуктивными. В первую очередь, повышение ставки внутри страны не отменит действие внешних факторов, которые продолжают оказывать свое повышательное воздействие на инфляцию в России. Более того, в российских условиях рост издержек производства накладывается на сопутствующие факторы, также

<sup>4</sup> <https://www.rbc.ru/finances/13/05/2021/609d001e9a7947761ee72469> ;  
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/02/08/Russian-Federation-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-50068>

находящиеся вне зоны контроля со стороны Банка России и применяемых им инструментов денежно-кредитной политики. Так, закрытие международных границ привело к резкому росту спроса на поездки и туристические услуги внутри страны, что не могло не сказаться на ценах, поскольку быстро скорректировать предложение (увеличить количество мест в гостиницах, ресторанах и других местах отдыха) в такой короткий срок объективно невозможно. Более того, временный характер таких ограничений также не способствует тому, что бизнес будет заинтересован в резком расширении предложения: очевидно, что для этого требуется более широкий спектр поддержки отрасли со стороны государства.

Повышая процентную ставку, Банк России будет пытаться «задавить» рост внутреннего потребления до более низкого уровня с тем, чтобы компенсировать действие всех прочих факторов, находящихся за пределами его влияния.

Характерно, что лишь немногие страны начали повышать ставки в ответ на текущий всплеск инфляции. Если взять крупнейшие страны, на которые приходится 78% мировой экономики (с учетом Еврозоны), то среди них в 2021 г. ставки повышали только Россия, Бразилия и Турция, совокупная доля которых в мировом ВВП составляет 7,3%. При этом страны, на которые приходится 70,5% мировой экономики, в этом году или снижали, или не изменяли ставки, которые в большинстве случаев находились на предельно низком уровне.

**Рисунок. Доля в мировой экономике крупнейших стран, которые в 2021 г. понижали ключевую ставку, не изменяли или повышали ее\***



\*Проанализировано 20 ведущих экономик по вкладу в мировой ВВП (по ППС), а также страны Еврозоны, в числе которых:

- *понижали ключевую ставку:* Индонезия, Мексика
- *не изменяли ключевую ставку:* Китай, США, Еврозна, Индия, Япония, Великобритания, Республика Корея, Канада, Саудовская Аравия, Австралия, Тайвань
- *повышали ключевую ставку:* Россия, Бразилия, Турция

*Источники: Центральные банки соответствующих стран, МВФ*

**Рост потребительского спроса в России не носит какого-либо экстремального характера, а опережающий рост импорта является еще одним фактором, усиливающим трансляцию внешних ценовых шоков на внутренний рынок**

Согласно данным Росстата, в начале текущего года оборот розничной торговли в реальном выражении начал расти и уже оказался выше уровней двухлетней давности. Если по итогам 2020 г. оборот розничной торговли снизился на 3,2% по сравнению с 2019 г., то по итогам первого квартала 2021 г. этот показатель на 3,2% превысил уровень аналогичного периода 2019 г., а в апреле он превысил уровень двухлетней давности на 5,1%. Такая динамика потребительского спроса, однако, не говорит о каком-либо особом потребительском буме, наблюдающемся в России. Так, в Китае показатель розничных продаж в апреле показал рост на 8,9% к уровню двухлетней давности. В США розничные продажи выросли за аналогичный период времени на 21%. Характерно, что ни в том, ни в

другом случае денежные власти не говорили и не говорят о необходимости какого-либо существенного ужесточения денежно-кредитной политики и резком повышении процентных ставок.

Рассматривая текущий рост потребления в России, нельзя не отметить тот факт, что рост расходов населения сопровождается (в очередной раз) опережающим ростом импорта. Согласно оперативным данным ФТС, в апреле 2021 г. импорт из стран дальнего зарубежья увеличился в стоимостном выражении на 48,5% к уровню аналогичного периода прошлого года и на 20% по сравнению с уровнем двухлетней давности. Расчеты на основе имеющихся предварительных данных относительно динамики ВВП, импорта и экспорта в I квартале 2021 г. позволяют предположить, что внутреннее потребление отечественных товаров и услуг показало лишь символический рост в начале года в размере 0,1%.

Таким образом, большая часть расширения потребительского спроса сейчас связана с потреблением импортных товаров, а общий его эффект для экономики оказывается незначительным. Кроме того, при такой структуре динамики спроса инфляция на внутреннем рынке становится более зависимой от импортных цен, рост которых происходит не столько под влиянием восстановления потребления в России, сколько в результате значительно более активного расширения потребительского спроса в мировой экономике в целом.

### **Частые изменения ключевой ставки только способствуют росту нестабильности в экономике и сами по себе являются проинфляционным фактором**

Банк России по традиции в своем пресс-релизе отметил наличие большого количества проинфляционных факторов, которые потенциально способны усиливать ценовое давление в экономике. Не все из них обязательно могут реализоваться, но даже ожидание наступления этих событий может отражаться на ценах. К таким факторам относятся, в частности, усиление волатильности на мировом финансовом рынке (в том числе под влиянием решений в сфере геополитики), перспективы урожая сельскохозяйственных культур как внутри страны, так и за рубежом, скорость вакцинации и распространения новых штаммов коронавируса, а также связанные с этими процессами возможное ужесточение ограничительных мер в мировой экономике. В очередной раз приходится констатировать, что действие этих факторов находится также вне контроля со стороны ЦБ. Поэтому, реагируя на повышение цен, вызванное этими факторами, Банк России будет только зажимать внутренний спрос в экономике, но не устранять действие самих факторов.

При этом своим решением ЦБ продолжил практику частых изменений ставки, а следовательно, и в целом денежно-кредитных условий в стране. Это уже 35-е по счету с 2014 г. изменение ключевой ставки со стороны Банка России, и это максимальный показатель среди всех крупнейших экономик в мире. Для сравнения, в США за это время ключевая ставка менялась 14 раз, в Китае – 11 раз, в ЕС – 3 раза. По размаху колебаний ставки за этот период российский ЦБ уступает только турецкому.

Подобное отсутствие стабильности денежно-кредитных условий во многом «съедает» все преимущества от относительно низкой инфляции или от декларируемого стремления к ней. ЦБ регулярно меняет не только уровень ставки, но и риторику, вследствие чего долгосрочное планирование инвестиционных проектов в значительной степени осложняется. В результате многие проекты просто не реализуются. Вот и сейчас, формально проводя в прошлом году относительно мягкую денежно-кредитную политику, Банк России довольно быстро перешел к риторике о необходимости возврата к проведению нейтральной политики (то есть о необходимости ужесточения ДКП). Надо понимать, что это не только не способствовало росту вложений бизнеса в модернизацию и расширение производства, но и напрямую стимулировало рост цен на отдельных рынках (поскольку покупатели считали необходимым «успеть» воспользоваться текущими процентными ставками).

От начала прошлогоднего смягчения политики до появления риторики об ужесточении денежно-кредитной политики прошло меньше года, и за это время экономика могла только начать

подстраиваться к новым условиям. Здесь опять же можно упомянуть позиции ЕЦБ, ФРС и ряда других центральных банков, которые не раз отмечали необходимость обеспечения стабильных финансовых условий на несколько лет. Отсутствие же стабильности денежно-кредитных условий в России способствует лишь усугублению проблем на стороне предложения и никак не помогает решению глубинных проблем высокой инфляции в России.

Попытки управления инфляцией с помощью изменения ключевой ставки могли бы быть более оправданными, если бы денежно-кредитная политика предполагала не только попытки ограничения спроса, но и стимулировала бы развитие предложения товаров и услуг. В частности, это могло бы происходить за счет расширения возможностей выпуска беззалоговых инструментов, таких как корпоративные облигации. Здесь роль ЦБ могла бы состоять как в смягчении критериев для включения выпусков облигаций в Ломбардный список, так и в прямом выкупе облигаций, например, соответствующих тем или иным условиям («зеленые» облигации», инфраструктурные облигации и т.д.). Отказ от использования этих мер приводит к тому, что ключевые факторы инфляции в стране сохраняются, а потенциал развития экономики лишь сокращается.

---

**Контакты**

[www.icss.ru](http://www.icss.ru)

Россия, 119180, Москва,  
ул. Большая Полянка, д.23/1

**Тел.:** +7 495 995-11-35

**Факс:** +7 495 995-11-36

**E-mail:** [mail@icss.ac.ru](mailto:mail@icss.ac.ru)

---

© Институт комплексных стратегических исследований. Все права защищены.

---