



19 марта 2021 г.

О решении Банка России по повышению ключевой ставки

Банк России по итогам заседания 19 марта принял решение по повышении ключевой ставки на 0,25 процентных пунктов до 4,5%. Обосновывая решение по ставке Банк России представил ряд аргументов, не выдерживающих критики.

Аргумент ЦБ: Восстановление внутреннего спроса приобретает устойчивость и происходит быстрее, чем ожидалось ранее, в ряде секторов опережая темпы наращивания выпуска.

Большинство индикаторов экономической активности не показывает какого-либо существенного улучшения ситуации. Совершенно непонятно, какой именно индикатор свидетельствует об устойчивом росте спроса.

- По итогам февраля индикатор деловой активности PMI в российской промышленности находился чуть выше порогового значения в 50 пунктов, свидетельствующего о расширении активности (51,5). Для сравнения, значение индекса PMI в Германии составляет в настоящее время 60,7 пунктов, в США – 58,6 пунктов, в Индии – 57,5, в среднем по миру – 53,9.
- Индекс промышленного производства продолжает оставаться ниже уровня аналогичного периода прошлого года, падение показателя ускоряется. В феврале значение показателя составило 3,7% (год к году), в то время как в январе они составляли 1,9%. темпы снижения показателя составили 3,7% по сравнению с 1,9% в январе. Выпуск в обрабатывающей промышленности в феврале сократился на 2,4%, в то время как в январе сокращение составляло 0,2% в годовом выражении.
- Согласно данным мониторинга финансовых потоков от Банка России, за период с 1 по 5 марта объем входящих платежей, совершаемых в платежной системе ЦБ, сократился по сравнению со средним дневным уровнем предыдущего квартала на 4,3%.
- Оборот розничной торговли падает в годовом выражении уже 11 месяцев подряд. В феврале сокращение составило 1,3% в годовом выражении, в то время как в январе это было всего 0,1%. И падение по непродовольственным товарам (-1,4%) в феврале превысило падение по продовольственным (-1,1%). Продажи легковых автомобилей в январе-феврале снизились на 1,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.
- Реальные располагаемые денежные доходы населения по итогам 2020 года (последние доступные данные) сократились на 3,5%. Инвестиции в основной капитал за этот же период – на 1,4%.

Характерно, что зарубежные ЦБ ищут действительно существенные признаки восстановления экономики, чтобы что-то менять в денежно-кредитной политике. Например, в ФРС предполагают, что некоторые признаки восстановления экономики – совсем не достаточные условия для ужесточения политики. В частности, Дж. Пауэлл 17 марта заявил, что «мы продолжим предоставлять экономике поддержку, которая ей нужна, столько времени, сколько потребуется», а для сворачивания мер поддержки (например, сокращения программы выкупа активов), потребуется "подлинный, а не прогнозируемый" прогресс в восстановлении экономики. Он отметил,

что, несмотря на восстановление экономики и рост занятости, "путь вперед неясен". Вместе с тем, по прогнозу ОЭСР, американская экономика вырастет в этом году на 6,5%, в то время как российская – всего на 2,7% (рост мировой экономики ожидается на уровне 5,6%).

Аргумент ЦБ: Темп роста потребительских цен в I квартале складывается выше прогноза Банка России.

Согласно заявлениям главы ЦБ, инфляция в настоящий момент уже находится вблизи пиковых значений, и ЦБ уже в апреле ожидает снижения этого показателя под влиянием эффекта высокой базы прошлого года. Инфляция, согласно заявлению Э. Набиуллиной, будет снижаться, но к концу года останется выше таргета в 4%.

Переходя к повышению процентных ставок в тот самый момент, когда инфляция совсем скоро начнет двигаться в обратном направлении, Банк России создает дополнительное давление на внутренний спрос, что должно способствовать более быстрому снижению инфляции.

Такое поведение резко контрастирует с поведением ведущих мировых ЦБ, которые, наоборот, заявляют о том, что собираются мириться с повышенной инфляцией в течение более длительного периода времени для того, чтобы компенсировать негативное влияние пандемии коронавируса на развитие экономики. Так, Дж. Пауэлл 17 марта по поводу рисков роста инфляции сказал, что "помимо "эффекта базы", поддержать цены может быстрый рост потребительских расходов, который произойдет в том случае, если экономика продолжит открываться, Тем не менее, это окажет лишь краткосрочное влияние на инфляцию". Также он отметил, что "мы по-прежнему считаем целесообразным сохранять базовую ставку на текущем уровне - 0-0,25% - до тех пор, пока условия на американском рынке труда не будут соответствовать понятию ФРС о полной занятости, а инфляция не достигнет 2% и не будет стремиться к тому, чтобы быть умеренно выше этого уровня некоторое время".

Аргумент ЦБ: Влияние [восстановления спроса] на темпы роста цен усилено ограничениями на зарубежные поездки. Неизрасходованные на эти цели средства домашних хозяйств частично перераспределены на потребление товаров и услуг внутри страны.

Действительно, снижение расходов населения на зарубежные поездки оказалось значительным. Согласно данным платежного баланса по итогам 2020 года объем таких расходов снизился по сравнению с предыдущим годом в 3,8 раза – с 11 до 2,9 млрд. долл. В рублевом выражении такое снижение эквивалентно 505,8 млрд. В то же время в сравнении с внутренним оборотом розничной торговли эта цифра не выглядит такой уж существенной и составляет всего 1,5%.

Кроме того, необходимо учитывать, что направить высвободившиеся таким образом средства на покупку товаров и услуг могла только небольшая группа наиболее обеспеченных слоев населения. Согласно результатам опроса, проведенного Левада-центром в 2016 году, обладателями загранпаспортов являлись всего 28% российского населения. Большая часть населения РФ (около 70%) просто физически не имеет возможности совершать зарубежные поездки, прежде всего, по причине отсутствия достаточного уровня сбережений. Следовательно, эта группа населения не имела и возможности перераспределить таким образом структуру своих расходов.

Вывод о том, что восстановление спроса было поддержано за счет средств, сэкономленных от зарубежных поездок, следует считать скорее аргументом в пользу сохранения более мягкой денежно-кредитной политики, чем повышения ключевой ставки. Вызванный этим фактором рост внутреннего потребления будет носить временный характер: по мере снятия карантинных ограничений вырастут и расходы на зарубежные поездки, что приведет к соответствующему сокращению потребления внутри страны. Значит и инфляционное давление,

сформированное за счет подобных трат, нельзя рассматривать в качестве устойчивого явления, с которым необходимо бороться при помощи инструментов денежно-кредитной политики.

Аргумент ЦБ: Инфляционные ожидания населения остаются на повышенных уровнях по сравнению с периодом до начала пандемии.

Похожая картина с ростом инфляционных ожиданий населения наблюдается и в других странах, что вовсе необязательно ведет к повышению базовой процентной ставки центрального банка со стороны денежных властей. Так в США согласно опросу Университета Мичигана оценка инфляционных ожиданий населения в 2020 году поднималась до 3,2%, что являлось максимальным значением показателя за последние 6 лет. В начале текущего года эта оценка продолжала оставаться на повышенном уровне 3% при среднем значении этого показателя в последние годы на уровне 2,6-2,8%. Во всех случаях это было существенно выше целевого уровня ФРС по инфляции (2%), однако не привело к ужесточению денежно-кредитной политики.

Аргумент ЦБ: Быстрое восстановление спроса и повышенное инфляционное давление формируют необходимость возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике.

Декларируя необходимость возвращения к нейтральной-денежно-кредитной политике, которую Банк России связывает со значением ключевой ставки в районе 5-6%, ЦБ фактически сигнализирует о начале длительного цикла повышения ставок, что само по себе является негативным сигналом для банковского кредитования. Вместо того, чтобы поддерживать стабильность денежно-кредитных условий Банк России, наоборот, повышает неопределенность для банков и заемщиков. Результатом того, что банки теперь будут при каждом заседании ЦБ ожидать дальнейшего повышения ставок, может привести к ухудшению условий кредитования с их стороны и, в результате, к замедлению кредитной активности в экономике.

Аргумент ЦБ: Кредитование продолжает расти темпами, близкими к максимумам последних лет.

Ускорение темпов роста банковского кредитования в 2020 году (+9,9% по сравнению с 5,8% в 2019 году) было достигнуто за счет расширения кредитования экспортно-ориентированных секторов экономики. Объем кредитной задолженности предприятий из сферы добычи полезных ископаемых вырос на 26,4% с исключением фактора курсовой переоценки валютных кредитов, производства кокса – на 38,3%.

В то же время в остальных секторах экономики динамика банковского кредитования оставалась сдержанной. Объем кредитной задолженности предприятий отраслей, ориентированных на внутренний потребительский спрос, увеличился в 2020 году всего на 4,4%, что соответствовало динамике кредитования в 2019 году (+4,5%). В отраслях по производству продукции инвестиционного назначения и оказания инфраструктурных услуг объем кредитной задолженности в 2020 году вырос всего на 0,4% против снижения на 2,8%, отмеченного по итогам 2019 года.

Аргумент ЦБ: Дополнительное повышательное давление на цены могут продолжить оказывать временные затруднения в производственных и логистических цепочках. Проинфляционные риски создает ценовая конъюнктура мировых товарных рынков, в том числе под воздействием факторов со стороны предложения. В условиях более быстрого, чем ожидалось ранее, восстановления мировой экономики и, соответственно, исчерпания необходимости проведения

беспрецедентно стимулирующей политики в развитых экономиках возможно более раннее начало нормализации денежно-кредитной политики центральными банками этих стран. Это может стать дополнительным фактором роста волатильности на мировых финансовых рынках.

Банк России при описании угрозы инфляции традиционно рассматривает самый широкий перечень возможных рисков, в том числе связанных с влиянием различных внешних факторов. При этом в каком бы направлении ни развивалась ситуация в мировой экономике, Банк России акцентирует свое внимание именно на тех факторах, которые способны создавать проинфляционное давление. Так, например, в последнем пресс-релизе ЦБ отмечается, что сохранение затруднений в производственных и логистических цепочках создает повышательное давление на цены. В то же время более быстрое восстановление мировой экономики, которое по идее невозможно без улучшения ситуации с логистикой, также создает риски для инфляции в России в виде роста волатильности на мировых финансовых рынках.

Контакты

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

© Институт комплексных стратегических исследований. Все права защищены.
