2023-02-14 **Газета "Правда". Ястребиный разворот Центробанка**

На минувшей неделе прошло заседание Банка России. Как и ожидалось, регулятор оставил ключевую ставку на прежнем уровне 7,5%, но при этом дал чёткий сигнал о вероятном её повышении уже на ближайших заседаниях из-за возросших инфляционных рисков. Теперь можно уверенно утверждать, что в России цикл смягчения денежно-кредитной политики завершён; процентным ставкам отсюда дорога только вверх. В таких условиях особенно важным становится предоставление льготного кредитования для приоритетных отраслей и проектов.

Напомним: после резкого подъёма ключевой ставки до 20% на пике паники в конце февраля минувшего года ЦБ уже в апреле начал цикл смягчения денежно-кредитной политики (ДКП) — самый быстрый в своей истории. Уже на июньском заседании ставка опустилась до уровня 9,5%, на котором она была до начала СВО. Затем ЦБ ещё дважды снижал ставку, доведя её в сентябре до уровня 7,5%. После чего на трёх заседаниях, включая февральское, ставка не менялась. Быстрое снижение ключевой ставки стало возможным из-за благоприятной ситуации с динамикой инфляции. Как мы помним, в марте на пике паники цены на многие товары, особенно импортные, резко взлетели (зачастую сразу на десятки процентов) из-за обвала рубля и разрыва цепочек поставок, а затем по мере укрепления рубля и выстраивания новых цепочек поставок эти цены стали возвращаться к более-менее разумным уровням (которые, тем не менее, уже были значительно выше докризисных). В результате при высокой годовой инфляции (то есть по отношению к соответствующему периоду предшествующего года) мы наблюдали рекордно низкую текущую инфляцию (то есть месячную и недельную); в три летних месяца даже имела место дефляция. Это помогло стабилизировать инфляционные ожидания населения и предприятий; уже с конца весны они были устойчиво ниже, чем в начале 2022 года. Всё это дало Банку России пространство для ускоренного смягчения ДКП.

Однако к концу года появились проинфляционные факторы, и сейчас их действие ещё только разворачивается; в ближайшие месяцы их влияние будет усиливаться.

Во-первых, возвращение цен к нормальным уровням после панического мартовского

«перехлёста» — это процесс временный, и к настоящему моменту он по большому счёту уже отработал. А значит, отрицательный вклад этого фактора в совокупную текущую инфляцию сходит на нет. Инфляция в годовом выражении всё ещё снижается, а в марте-апреле она резко упадёт и, вероятно, даже станет ниже целевого ориентира 4%, но это будет чисто технический эффект базы, никак не характеризующий ситуацию с инфляцией.

Во-вторых, курс рубля после летнего переукрепления устойчиво снижается. Этот процесс резко ускорился с декабря минувшего года (после введения потолка цен на нефть), так что его влияние пока ещё не успело отразиться на инфляции (считается, что изменения курса переносятся в цены с задержкой в полгода), но в ближайшие месяцы это произойдёт.

В-третьих, в минувшем году наблюдался рекордный за много лет рост денежной массы: по итогам 2022 года денежная масса М2 выросла на 24,4%. Можно считать, что тенденция к ускоренному росту продолжилась и в текущем году. Дело в том, что январь всегда характеризуется сезонным сокращением денежной массы, но в этом году она сократилась гораздо меньше, чем обычно, в результате чего по итогам января рост составил 26% в годовом выражении. Это новый максимум с 2011 года.

Такой рост вызван несколькими факторами. Один из них — значительный рост кредитования предприятий; его много лет пытались стимулировать, но без больших успехов, и вот теперь это наконец-то произошло. В последние месяцы минувшего года корпоративное кредитование росло рекордными темпами: по итогам пяти месяцев оно выросло на 5,4 трлн рублей, или на 14%, что в годовом пересчёте даёт темпы роста выше 30%. Такого не было с 2007 года! Этот рост частично объясняется замещением иностранных кредитов и большей потребностью предприятий в оборотном капитале из-за усложнения и удорожания цепочек поставок. Тем не менее у предприятий теперь, скорее всего, стало больше средств, которые могут быть направлены для развития производства.

Однако основным источником роста М2 являются бюджетные расходы; в декабре они резко выросли. На протяжении почти всего минувшего года в России наблюдался профицит бюджета: по итогам первых 11 месяцев профицит федерального бюджета составил 557 млрд рублей. При этом по итогам всего 2022 года федеральный бюджет был исполнен с огромным дефицитом в 3,3 трлн рублей. Таким образом, декабрьский дефицит бюджета составил порядка 3,8—3,9 млрд рублей!

Годовой объём доходов бюджета более-менее совпал с запланированным, так что весь этот рекордный дефицит возник из-за резко выросших бюджетных расходов. Из них 0,8 трлн — это компенсация государственным внебюджетным фондам за отсрочку по

страховым взносам, а на что направлены остальные средства минфин в нынешних условиях, естественно, не раскрывает.

В январе текущего года тенденция продолжилась, только теперь уже к рекордным расходам добавилось и значительное сокращение доходов. Согласно предварительной оценке минфина, федеральный бюджет по итогам января 2023 года исполнен с дефицитом в 1,76 трлн рублей.

Расходы бюджета составили 3,1 трлн рублей, то есть порядка 11% от общего объёма расходов, предусмотренных в федеральном бюджете на весь 2023 год, и на 59% выше января прошлого года. Этот рост минфин частично объясняет авансовыми платежами по госконтрактам, так что возможно, что в ближайшие месяцы объём расходов снизится по сравнению с январским рекордом, но насколько именно, пока не ясно.

Доходы бюджета составили порядка 1,4 трлн рублей, что на 35% ниже объёма поступления в январе прошлого года. При этом нефтегазовые доходы сократились на 46% (из-за падения цены российской нефти и объёмов экспорта газа), а ненефтегазовые — на 28%. Столь сильное падение ненефтегазовых доходов частично объясняется техническими факторами — переходом на единый налоговый платёж, из-за чего изменились сроки уплаты налогов, так что ситуация с ними также будет более понятна в ближайшие месяцы.

Однако несмотря на упомянутую выше неопределённость с уровнем доходов (особенно ненефтегазовых) и расходов, факт остаётся фактом: бюджетная политика в последние месяцы стала беспрецедентно стимулирующей. Бюджетные средства пока осели на счетах юридических лиц, и, возможно, они будут направлены на развитие производства. Но если эти средства дойдут до потребительского рынка уже в ближайшие месяцы, то их вклад в разгон инфляции может оказаться весьма значительным.

К сожалению, есть основания полагать, что это может произойти. Дело в том, что ЦБ в своём среднесрочном макроэкономическом прогнозе, опубликованном после заседания в минувшую пятницу, не ожидает в текущем году никакого бума инвестиций в основной капитал (то есть в развитие производства); более того, он прогнозирует их снижение на 1,5—4,5% по итогам года. То, что такой прогноз исходит именно от ЦБ, — это важно, ведь регулятор обладает информацией, не доступной обычным экспертам и аналитикам (особенно теперь, когда засекречено много показателей, которые ранее были доступны); он видит в реальном времени все денежные потоки в рублёвой зоне.

Поэтому к прогнозам ЦБ имеет смысл относиться со всей серьёзностью. Таким образом, если прогноз регулятора о грядущем сокращении инвестиций в основной капитал верен,

то бóльшая часть избыточной денежной массы довольно быстро окажется на потребительском рынке.

На самом деле мы уже видим зарождение этой тенденции; её с конца декабря фиксирует СберИндекс (индекс потребительских расходов, составляемый Сбером). Так, по данным Сбера, на 25 декабря рост потребительских расходов населения составлял 4,1% в годовом выражении, а через 6 недель он вырос до 9,6% в годовом выражении (подчеркну: сезонности, связанной с празднованием Нового года, здесь нет, так как сопоставление берётся к соответствующей неделе годом ранее).

Стоит также сказать несколько слов о финансировании дефицита бюджета. В настоящее время финансирование дефицита частично идёт за счёт продажи юаней из Фонда национального благосостояния (ФНБ) в рамках нового бюджетного правила. Но это правило вступило в силу лишь с начала текущего года, а в минувшем году для финансирования дефицита бюджета использовалась и остававшаяся в ФНБ «замороженная» валюта недружественных стран.

Поясним подробнее. Раньше, до заморозки резервов, финансирование дефицита бюджета за счёт ФНБ, если бы в нем возникла необходимость, проводилось бы через продажу Центробанком валюты из ФНБ на валютном рынке. То есть рубли поступали бы в бюджет по сути от других участников рынка, получавших взамен этих рублей валюту (как сейчас происходит с продажей юаней). Однако в минувшем году процедура была иной: минфин продал «замороженную» валюту из ФНБ самому Центробанку, получив взамен рубли. То есть эти рубли не были взяты у других участников рынка, а были созданы Центробанком — то есть эмитированы под фактически несуществующий актив. Понятно, что такое финансирование дефицита бюджета, по сути являющееся необеспеченной эмиссией, усиливает риски разгона инфляции, хотя наши власти об этом вслух стараются не говорить.

Всё это проинфляционные факторы, действие которых ещё только-только разворачивается; их влияние на инфляцию на горизонте ближайших месяцев будет усиливаться. Однако ждать значительного разгона инфляции не следует: мы вряд ли увидим устойчивый переход к двузначной инфляции в годовом выражении. Дело в том, что наш ЦБ уже не раз демонстрировал, что готов твёрдо и решительно исполнять свой мандат о поддержании финансовой и ценовой стабильности. Так что есть все основания полагать, что и в этот раз, если потребуется, он будет действовать жёстко, чтобы не допустить разгона инфляции.

Эта позиция подчёркивается и в заявлении регулятора по итогам февральского заседания, и в ответах главы ЦБ Эльвиры Набиуллиной на вопросы журналистов на последовавшей за ним пресс-конференции. Глава ЦБ ясно дала понять, что повышение

ставки возможно уже на ближайших заседаниях. Примечательно, что, отвечая на вопрос про ходивший ранее на рынках слух о том, что правительство оказывает давление на ЦБ с целью дальнейшего снижения ставок, Набиуллина чётко заявила, что такого давления быть не может в принципе, поскольку ЦБ принимает решения о ДКП абсолютно независимо.

Ястребиный разворот в позиции ЦБ наглядно иллюстрируется тем, как изменился прогноз регулятора по ключевой ставке. В предыдущем варианте прогноза, опубликованном осенью, предполагалось, что ставка в среднем за 2023 год составит 6,5—8,5%, то есть движения вверх и вниз от текущего уровня 7,5% были примерно равновероятны. В обновлённом прогнозе, опубликованном после февральского заседания, этот диапазон сдвинут вверх и теперь он составляет 7,0—9,0%. Это означает, что, хотя небольшая вероятность понижения ставки всё ещё сохраняется, её повышение теперь значительно более вероятно; более того, ставка может вырасти до двузначных значений.

Подчеркнём ещё раз: поддержание экономического роста в мандат ЦБ не входит и, если мы хотим, чтобы ЦБ его учитывал, начинать надо с изменения законодательства. Однако в нынешних условиях менять мандат ЦБ не следует: если мы хотим, чтобы рубль использовался в международной торговле и постепенно приобретал статус региональной резервной валюты, низкая и предсказуемая инфляция является насущной необходимостью. Ведь никому даже в страшном сне не придёт в голову копить золотовалютные резервы в турецких лирах, где ключевая ставка составляет 7,5% при годовой инфляции в 50—80%.

В связи с этим возникает естественный вопрос: а как же экономический рост? Разве не надо в нынешних сложных экономических условиях обеспечивать дешёвый кредит для создания новых импортозамещающих производств? Конечно надо! Но при этом не обязательно обеспечивать дешёвым кредитом всех подряд, создавая риски разгона инфляции и отвлекая ресурсы (материальные, финансовые и трудовые) на поддержание работы предприятий, ненужных и нежизнеспособных в новых условиях. Да и дополнительное стимулирование потребления через дешёвое потребительское кредитование в текущих условиях может только разгонять инфляцию.

Дешёвые кредиты и прочую государственную поддержку должны получать те предприятия, которые важны для импортозамещения (а также для нужд СВО), то есть дешёвые кредиты должны стать инструментом активной промышленной политики.

До 2022 года в этом направлении не делалось практически ничего, хотя закон о промышленной политике принят несколько лет назад. Летом прошлого года дело сдвинулось с мёртвой точки, когда ЦБ предложил правительству разработать

классификацию (так называемую таксономию) высокотехнологичных отраслей и проектов, выделить приоритетные направления и целенаправленно их поддерживать. Представители ЦБ неоднократно заявляли, что регулятор со своей стороны готов создавать стимулы банкам для кредитования таких проектов.

В частности, по банковским кредитам на такие проекты ЦБ планирует использовать пониженные коэффициенты риска при расчёте различных банковских нормативов (например, достаточности капитала). Эти коэффициенты (по словам зампреда ЦБ Владимира Чистюхина на парламентских слушаниях в декабре минувшего года) будут «намного меньше ста процентов». Таким образом, банкам будет выгодно кредитовать компании, работающие по направлениям, выделенным в таксономии как приоритетные.

Это движение в правильном направлении, но слишком медленное. Таксономию правительство обязалось создать к концу минувшего года, но её до сих пор нет. Остается непонятным, почему нельзя было оперативно создать предварительный (неполный) список приоритетных отраслей и направлений, чтобы ЦБ уже мог начинать стимулировать банки к работе с ними, а полную таксономию сделать позднее.

Но самое главное в том, что в ситуации высоких ставок в экономике поддержка приоритетных отраслей только лишь через пониженные коэффициенты риска тоже будет недостаточной: кредиты всё равно будут слишком дорогими, даже если они окажутся на пару процентных пунктов дешевле рыночных.

Надо возвращаться к использованию специализированных механизмов рефинансирования: когда ЦБ выдаёт банкам кредиты по сниженным ставкам (существенно ниже ключевой) для того, чтобы они выдавали льготные кредиты специального вида заёмщикам, удовлетворяющим определённым критериям. Так работает, например, программа военной ипотеки. Однако использование подобных механизмов специально ограничено лишь незначительными объёмами (особенно в последние годы), чтобы они не искажали общую ДКП. Сегодня пришло время отказаться от этой неолиберально-рыночной догмы и перейти к более широкому использованию таких механизмов.