

Об инфляции, ключевой ставке и курсе рубля (часть вторая)

5 декабря 2024г.

В общем даже официальная статистика показывает, что инфляция в России явно ускоряется, даже несмотря на повышение ключевой ставки. По данным Росстата, которые были вчера опубликованы,¹ в течение прошедшей недели (с 26 ноября по 2 декабря 2024 года) индекс потребительских цен вырос на 0,5% (а в предыдущие две недели еженедельный прирост составлял 0,36% и 0,37%), а год к году - 9,07%.²

Арутюнян А.Т.,
главный экономист
[aarutyunyan@russ-
invest.com](mailto:aarutyunyan@russ-invest.com)
+7-495-3639380

**ПАО ИК РУСС-
ИНВЕСТ**

Конечно, уверенность руководства Банка России в своей правоте достойна уважения, но стоит ли отрицать очевидное? Когда-то (еще в прошлом году) один из руководителей Банка, отвечающий за кредитно-денежную политику, заявлял, что, как минимум, через 9 месяцев трансмиссионный механизм заработает³ и инфляцию удастся не только остановить, но и снизить до 4% к концу 2024 года.⁴ Прошло уже 16 месяцев с начала повышения ключевой ставки (срок более чем достаточный для того, чтобы сделать выводы о работе трансмиссионного механизма), и теперь нас уверяют (достаточно послушать выступления представителей денежных властей на форуме ВТБ), что «инфляция пока не начала замедляться» и что «тормозной путь до нашей цели займет весь следующий год и даже прихватит 2026 год». ⁵ Просто феноменально! Интересно, сколько еще должно пройти времени, насколько еще нужно взвинтить ключевую ставку и какие отрицательные экономические последствия увидеть, чтобы признать, что инфляционную проблему в стране не решить монетарными методами (в т.ч. путем повышения ключевой ставки) и необходимо искать другие решения?

Мы со своей стороны твердо уверены, что инфляция в стране имеет совершенно другую природу: в ходе СВО нарастает непроизводительное потребление (когда значительная часть денежных средств, ресурсов и труда используется для производства бронетехники, боеприпасов и военного снаряжения, которые

¹ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/188_04-12-2024.html

² См.:

https://www.economy.gov.ru/material/file/7bfb49a0fe460392ae93c789b73a5ff3/o_tekushchey_cenovoy_situacii_4_dekabrya_2024_goda.pdf

³ См.: <https://www.interfax.ru/business/925729>

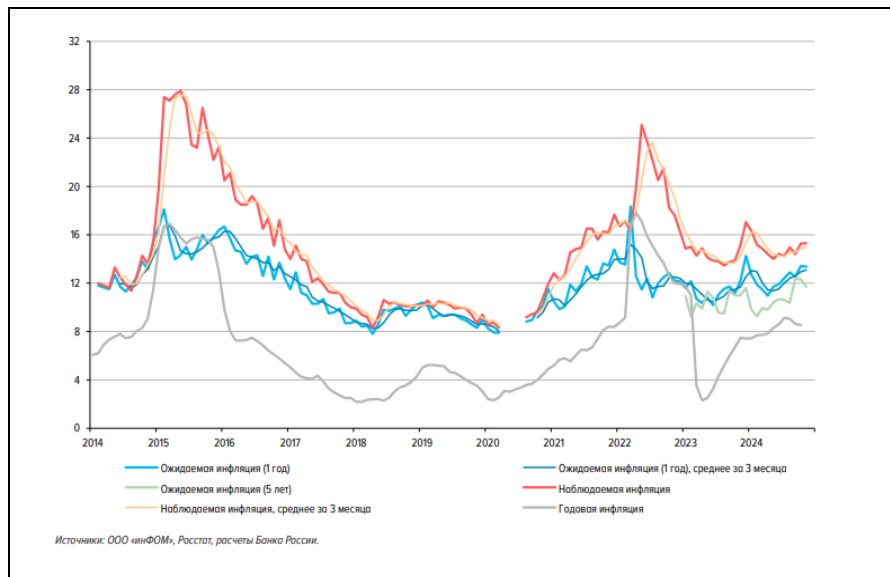
⁴ См.: <https://cbr.ru/press/event/?id=17004>

⁵ См.: <https://www.rbc.ru/politics/04/12/2024/67500ab09a794714e9f80e20>

впоследствии уничтожаются на поле боя) и государство для того, чтобы добиться достижения поставленных военно-политических целей, увеличивает финансирование оборонного сектора (включая оборонную промышленность) за счет средств федерального бюджета. И это абсолютно необходимо в текущих условиях. Единственным средством решения инфляционной проблемы (зеркальное проявление нарастающих расходов федерального бюджета) является достижение победы на поле боя в кратчайшие сроки (насколько это возможно с военной точки зрения, учитывая текущую ситуацию и соотношение сил) и заключение мирного соглашения. Поэтому, можно хоть до 100% повысить ключевую ставку, но инфляционную проблему данное повышение не решит, пока есть нарастающее непроизводительное потребление (что, в частности, подтверждается и историей длительных военных конфликтов, когда страны, вовлеченные в такой конфликт, сталкивались с всплеском или взрывом инфляции).

Более того, те решения, которые Банк России в данный момент принимает (или не принимает) в сфере кредитно-денежной политики, с нашей точки зрения, имеют вполне определенные отрицательные последствия. Во-первых, о чем мы уже неоднократно писали, ссылаясь на теорию И.Фишера, повышение ключевой ставки способствует росту инфляционных ожиданий, которые в свою очередь способствуют росту цен (что подтверждается и статистикой самого Банка России - в течение 2023-24гг. резко взвинтили ключевую ставку, а вместе с ней и инфляционные ожидания населения, см. график 1).⁶

График 1. Годовая инфляция, наблюдаемая инфляция и ожидаемая инфляция (%), медианная оценка по состоянию на ноябрь 2024 года



Источник: Банк России, <https://cbr.ru>

⁶ Сделаем маленькую оговорку: учитывая, что уже на момент начала повышения ключевой ставки ее реальная доходность находилась на уровне около 3%, ставку надо было повышать, но, по нашим расчетам, не выше 13-15% годовых. Последующее ужесточение, как лекарство, если его перепить, вело уже к отрицательным последствиям.

Во-вторых, и на это мы уже обращали внимание в нашем предыдущем комментарии,⁷ такой взрывной рост ставки в течение всего лишь года привел к кардинальному изменению ситуации на кредитном рынке, где процентные ставки также пошли вверх, и резко увеличил процентные расходы субъектов хозяйственной деятельности и, соответственно, издержек производства и обращения (рост издержек сам по себе является инфляционным фактором).⁸

В-третьих, обратим внимание на то, что Банк России не сделал и не собирается делать. Твердо веря в плавающий курс рубля (и это в условиях СВО и санкционного режима, когда даже сами руководители Банка заявляют, что трансмиссионный механизм не работает в чистом виде, так как, например, нет компенсирующего притока иностранного капитала, реагирующего на рост ключевой ставки), Банк России полностью игнорирует текущую резкую девальвацию рубля,⁹ которая также способствует росту цен и не только на импортные товары (кстати, забавно наблюдать, как представители Банка России, отрицавшие, что падение рубля является существенным инфляционным фактором, теперь с высоких трибун уже говорят о данной девальвации, как об одном из основных проинфляционных факторов). Правда, мы предполагаем, что в данном случае Банк России действует в тандеме с министерством финансов, которое на фоне падения сырьевых цен пытается компенсировать недостающие доходы путем понижения курса рубля.

И, в-четвертых, столь резкое повышение ставки является угрозой экономическому росту в стране и уже привело к замедлению темпов экономического роста (но об этом со ссылкой на статистику мы уже обратили внимание в предыдущем комментарии от 15 ноября 2024 года). Так что, резюмируя, заметим, что пока, по мере роста ключевой ставки, возрастают инфляционные ожидания и процентные расходы, которые подстегивают инфляцию, а двадцатипроцентная девальвация рубля в течение последних трех месяцев создает дополнительные предпосылки для дальнейшего роста цен, и думаем, учитывая последние статистические данные, что уже в следующем году мы увидим двузначный годовой темп прироста инфляции.

Надеемся, что руководство страны все-таки поймет (а судят всегда по результатам), что одним взвинчиванием ключевой ставки и обесценением рубля текущие проблемы в условиях СВО не решить (а экономике можно нанести ущерб), и необходимо искать другие решения. Например, можно было бы не рубль гробить, чтобы заткнуть дефицит федерального бюджета и профинансировать растущие расходы, а предоставить кредит Банка России министерству финансов под залог активов Резервного фонда. Могут возразить, что это не рыночная мера, а где он рынок в условиях СВО и санкционного режима, и почему ФРС США имело право не просто предоставлять кредиты, а выкупать резко обесценившиеся активы, чтобы поддержать экономику США и

⁷ См.: <https://www.russ-invest.com/analytics/stranichka-glavnogo-ekonomista/68047/>

⁸ Только в 2023 году чистые процентные доходы банков (обратная сторона процентных расходов заемщиков) увеличились на 43% по сравнению с 2022 годом. См.: Обзор российского финансового сектора, 2023 год. С.55: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49075/fs_review_2023.pdf

⁹ С 4 сентября по 4 декабря текущего года официальный курс рубля по отношению к доллару США снизился на 19,8%.

субъектов хозяйственной деятельности, а Банк России не может это сделать? Могут возразить, что эта мера приведет к всплеску инфляции, но в данном случае мы категорически не согласны – рост процентной ставки в силу роста инфляционных ожиданий и девальвация рубля являются не менее, если не более инфляционными факторами, чем предоставление кредита Банка России под залог активов (кстати, можно было бы рассмотреть и возможный выкуп заблокированных иностранных ценных бумаг у российских банков и профессиональных участников рынка ценных бумаг с целью увеличения инвестиционного потенциала страны).

Выступление президента страны на форуме ВТБ внушает надежды - он совершенно верно обратил внимание, что главным ответом на инфляцию должен стать рост предложения товаров и услуг. Но для того, чтобы реализовать инвестиционные проекты, которые бы расширили производственные мощности и обеспечили дополнительный прирост производимой продукции, необходимы более-менее стабильные процентные ставки (а не ставки, которые буквально за год взлетают в три раза), стабильный рубль (точно не с диапазоном колебания $\pm 20\%$ в течение трех месяцев) и стабильная налоговая система хотя бы на 5-7-лет (минимально необходимый срок реализации и окупаемости сложных инвестиционных проектов в сфере реальной экономики). Как вообще что-то можно планировать в этой сфере (если только нет льгот), когда в целях достижения краткосрочного финансового эффекта постоянно меняются процентные ставки, рубль ныряет вниз и изменяется налоговая система, чтобы заткнуть дефицит федерального бюджета.

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ

www.russ-invest.com

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [□ HYPERLINK "mailto:mail@russ-invest.com" □ mail@russ-invest.com](mailto:mail@russ-invest.com)Адрес: Москва, 119019, Нащокинский переулок, д.5, стр. 4□
© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-100000 Лицензия № 045-06312-010000

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий