

Об инфляции, ключевой ставке и курсе рубля

15 ноября 2024г.

В течение последнего месяца мы достаточно активно комментировали решения Банка России в сфере кредитно-денежной политики в ленте новостей ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»¹, в связи с чем возникло желание высказать свое мнение по поводу инфляции, ключевой ставки и курса рубля в виде краткого эссе.

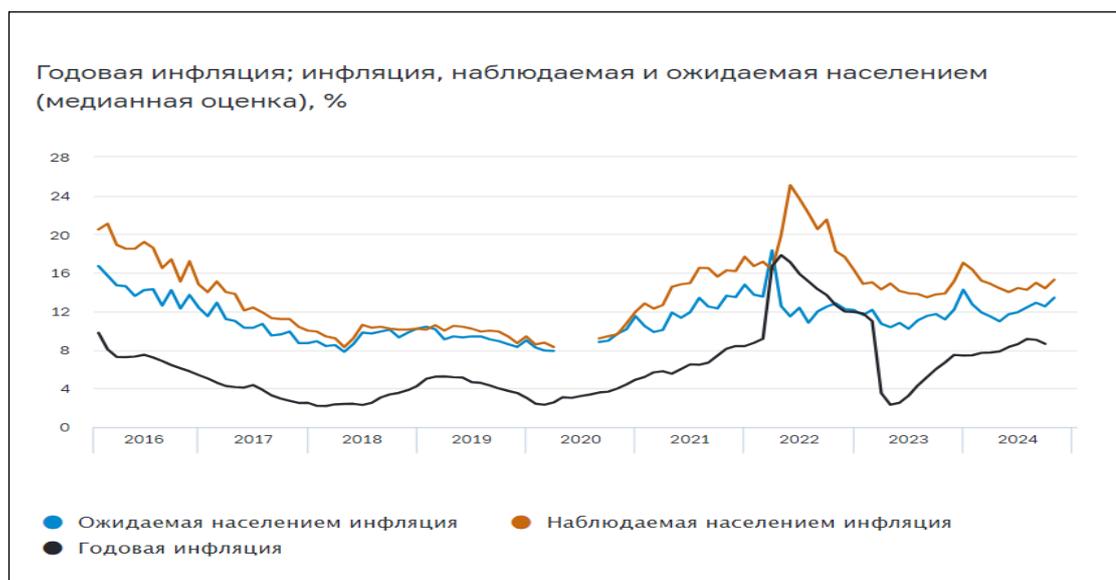
Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com

+7-495-3639380

**ПАО ИК РУСС-
ИНВЕСТ**

Начнем со статистики, которая показывает, что прирост индекса потребительских цен в течение последних четырех месяцев вроде бы стабилизировался и даже показывает некоторое снижение годового прироста (см. график 1).

График 1. Динамика годовых темпов прироста индекса потребительских цен, наблюдаемой инфляции и инфляционных ожиданий, 2016-2024гг.



Источник: Банк России

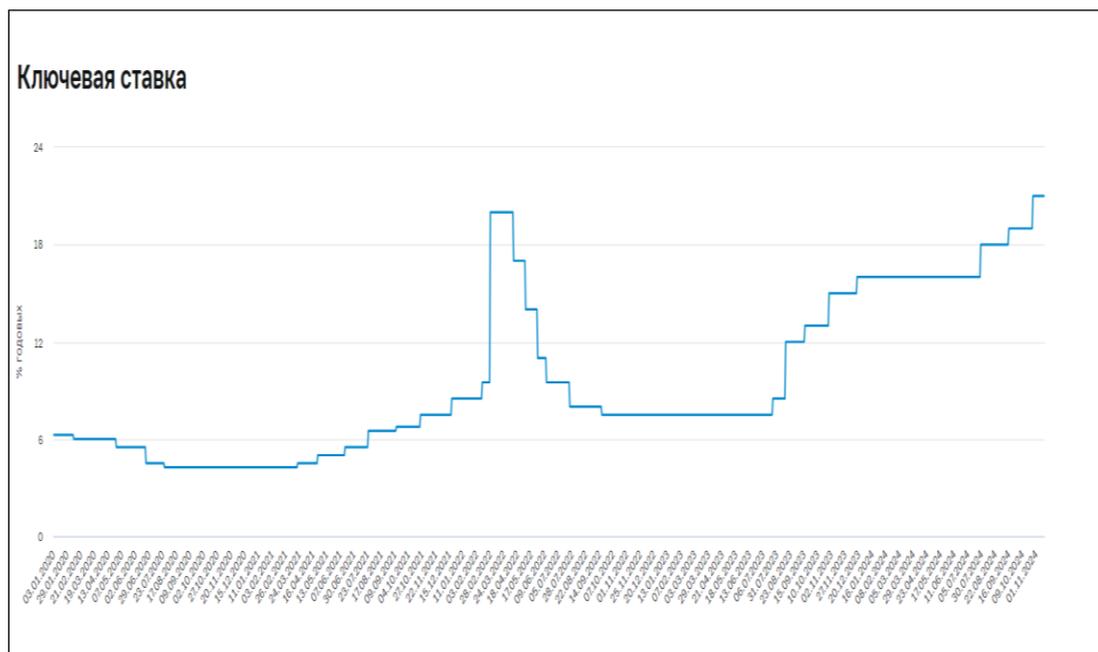
Вместе с тем в сентябре-октябре наблюдался рост инфляционных ожиданий (до 13,4%) и наблюдаемой инфляции (до 15,3%).² Причем, вне зависимости от того,

¹ См.: <https://web.telegram.org/k/#@ICRUSSINVEST>

² См.: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/50758/inFOM_24-10.pdf

какой показатель используется, можно достаточно уверенно заявить, что инфляционное давление сохраняется, а дезинфляционная тенденция (о которой некоторые представители Банка России было заикнулись летом) отсутствует. Кстати, еженедельная статистика Росстата показала, что индекс потребительских цен в течение прошедшей недели вырос на 0,3%, по итогам октября – на 0,75%, а год к году – на 8,54%.³ Таким образом, вроде бы у Банка России есть все основания в рамках своего мандата использовать повышение ключевой ставки с целью достижения целевого уровня по инфляции, который в данный момент установлен Банком на уровне 4% (правда его достижение планируется только в конце 2026 года).⁴

График 2. Динамика ключевой ставки Банка России, 2020-2024гг.



Источник: Банк России

Какую позицию занимает Банк России по этому вопросу в данный момент? В опубликованном резюме обсуждения ключевой ставки Банк России отмечает рост инфляционных ожиданий и ускорение инфляции в результате реализации проинфляционных рисков, в т.ч., дополнительных бюджетных расходов (что, с нашей точки зрения, суцая правда, но в условиях СВО они объективно необходимы) и перегрева экономики.⁵ В результате дискуссии совет директоров

³ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/175_13-11-2024.html и https://www.economy.gov.ru/material/file/e884055af6b604fb5fd8b9746acca387/o_tekushchey_cenovoy_situacii_13_noyabrya_2024_goda.pdf

⁴ См. «Комментарий к среднесрочному прогнозу» Банка России: https://cbr.ru/Content/Document/File/166590/comment_06112024.pdf

⁵ От своего комментария по последнему тезису (перегрев экономики) мы просто не можем удержаться - это просто любимая тема экономистов Банка России. На наш взгляд, может быть и оно и так, но зачем же гасить экономический рост повышением ключевой ставки – не лучше ли поспособствовать увеличению инвестиций в реальный сектор с целью увеличения предложения товаров и услуг, если уж они считают, что спрос растет слишком быстро.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий

Банка пришел к выводу, что необходимо дальнейшее ужесточение денежно-кредитных условий и повышение ключевой ставки для возвращения инфляции к цели. При этом участники дискуссии отметили, что, «хотя повышение ключевой ставки на ближайшем заседании не predetermined, его вероятность очень высока».⁶ В связи с чем лично мы предполагаем, что ключевую ставку в декабре поднимут, как минимум, до 22% годовых (такие предложения уже были высказаны на прошедшем заседании). Вот только ослабить инфляционное давление за счет повышения ключевой ставки, по нашему мнению, вряд ли получится – уже в который раз, начиная с конца прошлого года, это повторяем, и приносим свои извинения за повтор, но, думаем, что это крайне важно, а потому поясним свою мысль.

Стоит обратить внимание, что в базовом сценарии Банка России долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки для российской экономики оценивается в 3,5–4,5% годовых.⁷ Следовательно, если статистика верно отражает текущую инфляцию, которая на пике находилась в диапазоне 8,5-9,5%, то ключевая ставка, которая и должна была бы обеспечить необходимую жесткость для снижения инфляции, должна находиться не выше 15-17% годовых. Между тем ее уже взвинтили до 21% годовых, а инфляция так и не снижается. Сохранение инфляционного давления с того самого времени, когда Банк России приступил к ее повышению и когда, по всем расчетам и ранее опубликованным заявлениям некоторых руководителей Банка, трансмиссионный механизм уже должен был заработать и поспособствовать снижению инфляции, с нашей точки зрения, свидетельствует, что текущая инфляция имеет другую природу (рост непроизводительного потребления в условиях СВО – вот в чем загвоздка) и сбить ее за счет манипуляций со ставкой не получится (а вот экономику вполне можно подсадить).

Последняя пресс-конференция главы Банка России вроде бы показывает, что и в Банке уже понимают, что проблема заключается, во-первых, в увеличении федеральных расходов в связи с идущей СВО (это абсолютно закономерная и необходимая тенденция, и здесь ничего не поделаешь), и, во-вторых, с недостаточным предложением на фоне растущего спроса. Только не надо постоянно повторять, как мантру, тезис о перегреве экономики – стране нужны высокие темпы экономического роста, а иначе наверстать упущенное, ликвидировать отставание и догнать конкурентов не получится (вспомним, что в нулевые годы среднегодовой прирост ВВП (до кризиса 2008-2009гг.) составлял более 7%, и ни о каком перегреве экономики тогда речи не было).

Причем данные самого Банка России (см., например, последний информационно-аналитический комментарий «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики») показывают, что ужесточение денежно-кредитных условий сопровождается ростом инфляционных ожиданий бизнеса и населения и ускоренным ростом денежной массы в сентябре-октябре. С нашей точки зрения, во-первых, данный вывод, основанный на статистических данных, показывает, что трансмиссионный

⁶ см.: https://www.cbr.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/summary_key_rate_06112024/

⁷ См.: https://cbr.ru/Content/Document/File/166590/comment_06112024.pdf

механизм в отношении инфляции не особенно и работает. Прямых признаний в Банке России уже не делают, но в комментарии Банка прямо отмечается, что «инфляция складывается существенно выше июльского прогноза Банка России» и «из-за роста инфляционных ожиданий денежно-кредитные условия в реальном выражении ужесточились значительно меньше, чем предполагал Банк России».⁸ А ведь мы достаточно давно обращали внимание, ссылаясь на теорию И.Фишера, что растущая ключевая ставка подстегнет инфляционные ожидания, а их рост в свою очередь приведет к дальнейшему повышению инфляции. Отсюда и результат, резкий рост ключевой ставки Банка России пока не дал того результата (снижения инфляции до целевого уровня Банка), на который рассчитывал Банк России, хотя и прошло уже 15 месяцев с начала ужесточения процентной политики. Почему? Да потому что текущая инфляция имеет другую природу - до тех пор, пока идет СВО и имеет место растущее непроизводительное потребление, инфляция останется устойчивой, и решить данную проблему исключительно монетарными средствами не удастся.

Во-вторых, стоит обратить внимание на то, что, в основном, рост денежной массы идет за счет роста рублевых депозитов населения. И в случае продолжения данной тенденции теперь уже чисто монетарный эффект от роста депозитов и доходов населения вследствие этого вполне способен подстегнуть инфляцию или, по крайней мере, способствовать ее поддержанию на более высоком уровне в течение более длительного времени, чем хотелось бы руководству Банка России. А ведь такой эффект также возник вследствие резкого роста ключевой ставки и процентных ставок, который сделал инвестиции в облигации и депозиты более привлекательными для населения.

В-третьих, не следует упускать из виду и то, что повышение ключевой ставки ведет к росту процентных расходов, которые предприятия перекладывают на конечного потребителя. В данном случае мы уже имеем дело не с психологией субъектов экономики, реагирующих, например, на рост процентных ставок или девальвацию рубля, а с инфляцией издержек. В этой связи интересен вывод аналитиков самого Банка России, которые провели исследование данного вопроса, и пришли к выводу, что если компании полностью переносят прирост своих процентных расходов в цены конечной продукции «при однопроцентном изменении ставки, то при сложившемся в 2023 году среднем уровне процентных ставок уровень цен может увеличиться на 0,26 процентного пункта».⁹ Получается, что в ходе резкого повышения ключевой ставки с сентября 2023 года, само повышение ставки обеспечило прирост инфляции на уровне 2,34% (более четверти прироста индекса потребительских цен за последние 12 месяцев). Выходит, что пожар отчасти тушат керосином.

Так что пока, особенно если еще учесть, что рост процентной ставки способствует замедлению экономического роста (а только растущее предложение товаров и услуг способно привести к удовлетворению растущего вследствие

⁸ См.: https://www.cbr.ru/analytics/dkp/likvid/#a_17329

⁹ См.:

https://www.cbr.ru/Content/Document/File/169979/analytic_note_20241114_ddkp.pdf

роста доходов спроса), особых положительных последствий от роста ключевой ставки лично мы не видим.

При этом все отчетливее проявляются негативные последствия такой политики Банка России. Вышедшая недавно статистика показала, что динамика промышленного производства постепенно, от квартала к кварталу, замедляется. Прирост промышленного производства по итогам первых девяти месяцев текущего года составил 4,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а в сентябре его сезонно сглаженный прирост составил всего лишь 0,1%.¹⁰ По-прежнему отстает добывающая промышленность (-0,6%), а рост идет, в основном, за счет обрабатывающей промышленности (+7,9%) и, прежде всего, машиностроительного комплекса (+20,0%), что вполне понятно - надо же довести СВО до успешного (победного) завершения. А с учетом дальнейшего роста ставки, по всей вероятности, отмеченное выше замедление темпов роста промышленного производства продолжится. Можно, конечно, объяснить это санкциями, недостатком производственных мощностей и квалифицированной рабочей силы на рынке труда, но думаем, что и повышение ключевой ставки, вызвавшее подорожание кредитных ресурсов, также оказало значительное влияние на динамику экономического роста.

То же самое касается ВВП страны. Предварительные данные Росстата показывают, что по итогам III квартала индекс физического объема ВВП вырос на 3,1%¹¹ по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Обратим внимание, что по итогам I квартала прирост составлял 5,4%, а по итогам II квартала – 4,0%. Причем, прирост индекса физического объема в III квартале оказался даже ниже данного прироста по итогам всего 2023 года в размере 3,6%. Ряд аналитиков даже стали прогнозировать стагфляцию.¹² До стагфляции, с нашей точки зрения, пока далеко (в данный момент имеем дело с сочетанием относительно высокого прироста ВВП с высокой инфляцией), но согласимся с авторами прогноза, что тенденция очевидна и подтверждена данными официальной статистики о динамике промышленного производства и ВВП в течение первых трех кварталов 2024 года. Так что экономический вред крайне высокой ключевой ставки становится все более очевидным, а цена стабилизации инфляции, опять же с нашей точки зрения, выглядит неприемлемо высокой.

При этом, что самое интересное, высокая ставка должна была бы поддержать курс рубля. Ан нет, мы наблюдаем совершенно другую картину – начиная с 3 сентября, курс рубля по отношению к доллару снизился на 11,7%. Лично мы неоднократно отмечали, начиная с 2022 года, что рубль в условиях СВО является фундаментально слабой валютой, и дефицит федерального баланса и ухудшение структуры платежного баланса продолжают негативно влиять на его

¹⁰ См.:

https://www.economy.gov.ru/material/file/8fd370938352cdd856efc8cf727a19b3/o_tekushchey_situacii_v_rossiyskoy_ekonomike_sentyabr_2024_goda.pdf

¹¹ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp_13-11-2024.html

¹² См., например:

https://www.rbc.ru/economics/13/11/2024/673379aa9a794755956b8675?from=from_main_10

курс. Но последняя статистика позволяет сделать предположение, что дело не только в этом. По последним данным Банка России, положительное сальдо торгового баланса в октябре составило 11,8 млрд. руб., счета текущих операций – 6,5 млрд. руб. и в целом стоит отметить, что динамика основных показателей платежного баланса остается примерно на одном и том же уровне за последние три месяца. Если же сравнить первые десять месяцев текущего года с аналогичным периодом прошлого года, то прослеживается достаточно положительная тенденция – положительное сальдо торгового баланса выросло на 14,1%, а положительное сальдо счета текущих операций – на 31,4%.¹³

Странно, но на курс рубля данная тенденция как-то мало повлияла. При этом население особо не покупает наличную валюту (в течение прошедших 12 месяцев объем наличной валюты, если ее оценивать по текущему курсу, у российских домохозяйств находился в пределах 8,2-8,9 трлн. руб.)¹⁴. Да, ощущается дефицит валюты, необходимой для оплаты импорта, но объем импорта постепенно снижается (в течение первых трех кварталов 2024 года он снизился на 6,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, т.е., по идее, и спрос на валюту со стороны внешнеторговых структур должен был бы уменьшиться). Т.е., как не крути, напрашивается только один вывод, что сильное снижение курса рубля, по всей вероятности, является рукотворным и преследовало исключительно фискальные цели (изыскать дополнительные доходы в связи с растущими бюджетными затратами), что подтверждается и предварительной информацией министерства финансов России об исполнении федерального бюджета по итогам первых десяти месяцев текущего года.¹⁵ Нефтегазовые доходы за этот период выросли на 32,3% по сравнению с аналогичным уровнем прошлого года, в то время как с начала года (если судить по динамике цен сорта Brent) нефтяные цены снизились на 2,2%, а цены на газ (Natural Gas EU Dutch TTF) выросли на 26,6% (что происходит в действительности с ценами на российские энергоносители с учетом санкций и предоставляемого дисконта точно оценить сложно, но, по всей вероятности, динамика та же). Так что несложно предположить, что в значительной части рост доходов, видимо, связан, в т.ч., и с ростом курса доллара по отношению к рублю.

В связи с последней волной девальвации, позволим себе вольность: денежным властям страны стоило бы подумать о том, как укрепить доверие к рублю и не допустить его обесценения, а не рассказывать о том, что доллар – это анахронизм и нашему населению он не нужен. Думаем, что плавающий курс в воюющей стране, находящейся под санкциями, и в отсутствии биржевых торгов, является неприемлемой роскошью. С таким курсом еще немного и даже на фоне двадцатипроцентных ставок по депозитам можно спровоцировать валютную панику - простой подсчет показывает, что покупка наличного доллара в конце лета приносит почти 60% годовых в рублях. И вообще, хотя мы и не являемся сторонниками теории заговора, но складывается ощущение, что инфляция

¹³ См.: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/pb/#a_164648

¹⁴ См., например: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/households/hh/

¹⁵ См.: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39430-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_v_yanvare-oktyabre_2024_goda

(включая периодический взрывной рост цен на отдельные товары и раскручивание темы дефицита), рост ключевой ставки, начинающей тормозить экономический рост, и резкое падение рубля - это тот взрывоопасный коктейль, который способен дестабилизировать внутреннюю экономическую обстановку в стране (все это мы в свое время проходили, когда разваливался Союз).

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](#)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