

Долги, поздний НЭП и «полезная» инфляция

ЦБ сохранил ключевую ставку на уровне 16% годовых. Цены будут расти, они — дополнительный налог для нас всех (сами знаете, на что)



Фото: Александр Миридонов / Коммерсантъ

14:46, 29 апреля 2024,

Дмитрий Прокофьев

редактор отдела экономики

полную версию материала со всеми мультимедиа-элементами вы можете прочитать [по этой ссылке](#) или отсканировав QR-код →



Цены продолжают расти

Текущее инфляционное давление постепенно ослабевает, но остается высоким, [говорится](#) в релизе ЦБ.

«Из-за сохраняющегося повышенного внутреннего спроса, превышающего возможности расширения предложения, инфляция будет возвращаться к цели несколько медленнее, чем Банк России прогнозировал в феврале».

Насколько медленно инфляция «возвращается к цели»? Если честно — почти не возвращается.

Из данных Росстата следует, что годовая инфляция в РФ на 15 апреля ускорилась до 7,82% (с 7,75% на 8 апреля и 7,72% на конец марта), если ее высчитывать из недельной динамики (такой методике придерживается ЦБ), и ускорилась до 7,83% (с 7,79% на 8 апреля), если ее высчитывать из среднесуточных данных за весь апрель 2023 года (на такую методику расчета перешло Минэкономразвития).

Поэтому, объясняет финансовый регулятор, «...возвращение инфляции к цели и ее дальнейшая стабилизация вблизи 4% предполагают более продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике, чем прогнозировалось ранее. В базовом сценарии Банк России повысил прогноз средней ключевой ставки в 2024 и 2025 годах до 15,0–16,0% и 10,0–12,0% соответственно».

То есть ставки останутся высокими и дальше, что и продемонстрировал ЦБ в конце прошлой недели, сохранив ключевую ставку на уровне 16% годовых.

И как же люди будут брать в долг по таким ставкам?

Жизнь взаимы

Так же, как и брали, объясняет ЦБ РФ.

Уровень жесткости денежно-кредитных условий с марта в целом не изменился, но «...снижения активности на финансовом рынке не отмечается. Высокие прибыли последних лет позволяют компаниям привлекать и доленое, и долговое финансирование, несмотря на ужесточение ценовых условий.

Кредит продолжает расти быстрыми темпами. По-прежнему высок спрос компаний на долгосрочные кредиты, которые они привлекают для финансирования инвестпроектов. Розничный сегмент расширяется прежде всего за счет автокредитов и кредитных карт. В рыночной ипотеке, как и ожидалось, наблюдается некоторое охлаждение».

То есть, говорит нам Эльвира Набиуллина, вот уже и ставка держится полгода, а желание людей и компаний брать в долг по высоким ставкам не иссякает. Как такое может быть?



Эльвира Набиуллина. Фото: Дмитрий Духанин / Коммерсантъ

Так, что в экономике РФ есть целые сектора, которые не ощущают прямого влияния ставки. Им все равно, какая там ключевая ставка — они получают деньги из бюджета в таких количествах, что на проценты по каким-то кредитам могут не обращать внимания.

Это затрудняет для финансового регулятора проведение тех или иных мер, поскольку ставка формально повышена «для всех», но в реальности она повышена только для части экономических агентов.

Политика правительства — провоцирует инфляцию, и пока она такая, ЦБ вынужден держать жесткие условия денежно-кредитной политики, иначе инфляция будет 20%, а доллар «под 120 рублей». (Кстати, Минэкономразвития в своем последнем [прогнозе](#) «как бы намекает» именно на такой стрессовый

вариант, когда «рост ВВП», то есть «рост выпуска металлических изделий, кроме машин и оборудования», — будет сопровождаться ускорением инфляции и снижением курса рубля.)

Правительство сформировало своего рода промышленные заповедники, где действуют не финансово-рыночные факторы, а административные решения. В свою очередь, ЦБ РФ ужесточает кредитные условия для тех отраслей, которые еще «остаются в рынке».

Такую штуку в XX веке в России пытались провернуть дважды — это были «поздний НЭП» (1927–1929) и «интенсификация-90» (1988–1990), и оба раза заканчивались они не очень хорошо — один раз введением карточек, другой раз гиперинфляцией.

Деньги из воздуха (ну почти)

Для того чтобы объяснить, как ключевая ставка влияет на ситуацию в экономике и что именно нам рассказывает глава финансового регулятора, надо вспомнить несколько простых вещей.

- **Первое.**

В современной финансовой системе коммерческие банки наделены правом создавать деньги в обмен на их навык верно оценивать кредитный риск и выполнение регуляторных ограничений и обязанность принимать депозиты. Да, это банки «печатают деньги» — каждый раз, когда банк выдает кому-то кредит, на счетах того, кому заемщик отдал эти деньги сам, появляется какая-то сумма.

Поэтому, вопреки расхожему мнению, чтобы выдавать кредиты, депозиты вкладчиков банкам не нужны. Банки сами создают

депозиты через кредитование.

Зачем тогда банкам нужны депозиты? Затем, что иначе Центральный банк не разрешит им работать — банкам нужны депозиты, чтобы выполнять нормативы финансового регулятора (ЦБ) и оставаться прибыльными. Или по-другому: расширяя кредитование, банки должны обеспечить эти кредиты собственными или заемными средствами. Заемные средства по определению дешевле.

- **Второе.**

«Мягкая бюджетная политика» — т.е. раздача денег из бюджета в 2022–2024 гг., а также «мягкая денежно-кредитная политика» — это когда ключевая ставка была 7,5%, а также льготное корпоративное и ипотечное кредитование, вместе с ограниченными возможностями по выводу капитала, — привели к тому, что денег в экономике РФ стало слишком много, что, в свою очередь, привело к избыточному накоплению депозитов (росту ликвидности).

- **Третье.**

Но за эти депозиты банкам необходимо платить. И даже при избытке депозитов банки не могут слишком сильно снизить по ним ставки: можно потерять вкладчиков, нарушить нормативы и столкнуться с недовольством ЦБ РФ (не просто так регулятор периодически напоминает о возможности отзыва лицензий). Поэтому, чтобы оставаться прибыльными, банки наращивают кредитование по ставкам, окупающим стоимость депозитов, операционные расходы и норму доходности для акционеров.

То есть «создают новые деньги».

Как банки могут еще заработать? Можно покупать государственные облигации (давать в долг правительству).

Такие облигации не только приносят необходимую доходность, но и учитываются в капитале банка, позволяя выполнить все нормативы ЦБ РФ. Почему бы правительству не нарастить свой долг?



Фото: Евгений Разумный / Коммерсантъ

В замкнутом круге

Но правительство не хочет слишком много брать в долг по текущим высоким ставкам, т.к. это неизбежно приведет к необходимости новых выпусков ОФЗ (облигаций федерального займа), чтобы погашать проценты по старым долгам. Поэтому план Минфина по займам на второй квартал 2024 года — всего лишь 1 трлн руб. Это немного по отношению к текущей ликвидности. Кроме того, 70% таких бумаг имеют срок погашения более 10 лет, что **несет** слишком высокий

процентный риск.

А ставки ЦБ РФ не может снизить, потому что не замедляется кредитование, говорит Эльвира Набиуллина. «Спрос со стороны государства продолжает оказывать большое влияние на экономическую активность. Именно на него ориентируются многие компании. Но госспрос менее чувствителен к ключевой ставке, чем спрос со стороны частного сектора. Это значит, что ключевая ставка влияет на часть спроса в экономике лишь опосредованно. Поэтому для обеспечения ценовой стабильности могут быть необходимы более высокие ставки в экономике».

Таким образом, объясняет глава финансового регулятора, экономический рост не берется из ниоткуда, кто-то за него платит. И это не только бюджет. Да, правительство наращивает расходы, но именно «в долг» старается не брать — оно оплачивает «свою часть экономики» за счет налогов и средств, накопленных ранее в Фонде национального благосостояния.

А вот все остальное — это прирост кредита компаний и граждан, который фактически и позволяет правительству сосредоточиться исключительно «на выполнении задач» — все остальное люди оплачивают сами. А поскольку ресурсов на увеличение выпуска необходимых людям товаров не хватает, то мы видим рост цен. А рост цен съедает «выплаты», которые финансирует правительство. Таким образом,

реальное потребление людей не растет. Растет только выпуск продукции, необходимой правительству для «выполнения задач».

А чтобы он мог расти еще быстрее, ЦБ РФ вводит ограничения

на выдачу автокредитов и потребительских кредитов. Каждый такой кредит — это рост спроса на импорт, а значит, и на валютную выручку. А эта выручка нужнее компаниям, занятым выполнением правительственных заказов.

Машины и ширпотреб будут дороже? Да. А как вы думали?

Так что рост ВВП (на самом деле — «рост выпуска в отдельных отраслях») оплачивается не столько бюджетными расходами, сколько инфляцией. Можете считать, что рост цен — это налог, которым вы оплачиваете «импортозамещение», «рост выпуска», «повышение зарплат» и всю «структурную трансформацию».

ЧИТАЙТЕ ТАКЖЕ:



[Почему людям не доплачивают 17 трлн рублей в год](#)

Рост реальных зарплат лишь компенсирует их падение в прежние годы, но и это сжирает рост цен

12:54, 12 апреля 2024, Дмитрий Прокофьев



[Сегодня на ужин ВВП](#)

Экономисты прогнозируют рост российской экономики. Объясняем, почему то, что растет, может оказаться бессмысленным и никак не улучшит благосостояние россиян

14:28, 19 апреля 2024, Дмитрий Прокофьев