

О системных эффектах повышения ключевой ставки: краткий конспект¹

Как известно, реакцией на повышение инфляции и ослабление рубля в 2023-2024 гг. стала коррекция процентной политики Банка России.

26 июля Совет директоров Банка России на своем плановом заседании принял решение повысить ключевую ставку на 200 б. п., до 18% годовых вследствие ускорения инфляции, связанной с опережением роста внутреннего спроса. Риторика регулятора остается предельно жесткой: Банк России готов удерживать ставку в длительной перспективе и будет оценивать целесообразность ее повышения на ближайших заседаниях. Текущая жесткость денежно-кредитной политики теперь закладывается в среднесрочном прогнозе и на 2025 г.: диапазон ключевой ставки составит 14-16 п. п., а переходный период (цикл снижения ставки) сдвигается на 2026 г.

Надо отметить, что поначалу это повышение не оказало воздействия на динамику инвестиций: третий и большая часть четвертого квартала 2023 г. прошли под знаком скачка рентабельности в промышленности. Этот скачок, с одной стороны, создал запас финансовой устойчивости для компаний, и, с другой стороны, «запас» привлекательности инвестиций.

Оно, по идее, должно было:

- снизить эффект (и, соответственно, обесмыслить) от «игры против рубля» на валютной бирже при помощи заемных ресурсов;
- повысить относительную привлекательность хранения денег на депозитах, снизив, тем самым, давление ликвидной части денежной массы на инфляцию;

¹ В данной работе используются результаты проекта ТЗ-52, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2024 г.

Ранее большая часть материала использовалась в составе мониторинга инфляционных процессов "[О динамике инфляции с 25 июня по 15 июля 2024 г.](#)"

– обеспечить общее «охлаждение» экономики, снизив фундаментальное давление на инфляцию.

Необходимо подчеркнуть, что, скорее всего, выбранный ЦБ способ реагирования, связанный с резким подъёмом и длительным удержанием высокой ключевой ставки, представляется чрезмерным в плане негативного влияния на инвестиции и выпуск при ограниченном эффекте с точки зрения замедления инфляции.

Наиболее значимыми системными эффектами коррекции ставки с точки зрения влияния на структуру экономики и риски экономического развития являются следующие.

1) Общее дестимулирование инвестиционной деятельности, которое неизбежно в ситуации, когда доходность «безрискового» актива² превышает доходность бизнеса. Это может привести как к снижению привлечения средств для финансирования инвестиционных проектов, так и к сокращению инвестирования собственных средств компаний. Последнее даже более значимо из-за доминирующей роли собственных средств в финансировании инвестиций в основной капитал.

2) Эффект «навязывания стагнации»: «жесткая процентная политика – дестимулирование частных инвестиций – торможение роста мощностей – торможение потенциального ВВП – положительный разрыв выпуска – жесткая процентная политика».

3) Структурный эффект перехода к самофинансированию инвестиций. Инвестиции выталкиваются в рентные, быстро оборачиваемые и «государственные» отрасли с ограниченным потенциалом роста

4) Выталкивание в огосударствление экономики: поддерживаемые государством деятельности / бизнесы получают преференции. Отсюда - риск формирования замкнутой «госэкономики» с отделенными каналами финансирования.

² Доходности по ОФЗ, обыкновенно тесно «привязанные» к ключевой ставке

5) Возможное выдавливание производственной активности в дружественные / нейтральные страны с дешевым кредитом (отметим – именно производственной активности; при этом отток финансового капитала из страны может и уменьшиться из-за повышения привлекательности вложений в «безрисковые» рублевые активы.

6) Лаговые эффекты и кризис «stop-go» регулирования: опережающие или отложенные реакции рынков при изменении ставок.

Если начало цикла повышения ставок по кредитам вызывает ажиотаж и ускорение покупок, по принципу «пока условия кредитования лучше» (отсюда бум потребительского и корпоративного кредитования в конце 2023 г.), то уже состоявшееся повышение в сочетании с временно уже удовлетворенным инвестиционным / потребительским «аппетитом», естественно, сдерживает новые продажи.

7) Возможный рост неплатежей по кредитам со стороны закредитованных заемщиков (прежде всего в потребительском кредитовании), чья платежеспособность зависит от возможности привлечения новых кредитов для погашения ранее накопленного долга и оплаты других необходимых расходов.

8) Возможность «схлопывания» ценового пузыря на рынке жилой недвижимости, ведущего к резкому сокращению объема вводов нового многоквартирного жилья, банкротству некоторых застройщиков (немассовому) и снижению занятости в секторе жилищного строительства. Такое схлопывание возможно из-за сочетания резкого сжатия спроса (в условиях запретительных ставок по рыночной ипотеке и сворачивания программ льготной ипотеки) с предшествующим «разогревом» предложения (фиксированием застройщиками новых проектов строительства жилья). При этом наиболее уязвимыми окажутся регионы без крупных мегаполисов, с небольшими объемами строительства и относительно слабым потенциалом спроса на жилье за счет собственных средств населения.

9) Рост нагрузки на бюджет – процентные платежи по долгу и вынужденное дополнительное финансирование или отмена / рacionamento программ, предусматривающих софинансирование ставок. Непонятно, «потянут» ли необходимое дополнительное финансирование регионы, где субсидирование ставок (в том числе в рамках поддержки малого и среднего производственного бизнеса) – одна из основ экономической политики, или нас ждёт сворачивание программ поддержки бизнеса.

10) Риск отмены государственных инвестиционных проектов по мотиву отсутствия частного софинансирования (в силу снижения привлекательности инвестирования в условиях роста «безрискового дохода» от держания денег)

*Материал подготовил
руководитель направления Белоусов Д.Р.
руководитель направления Солнцев О.Г.*