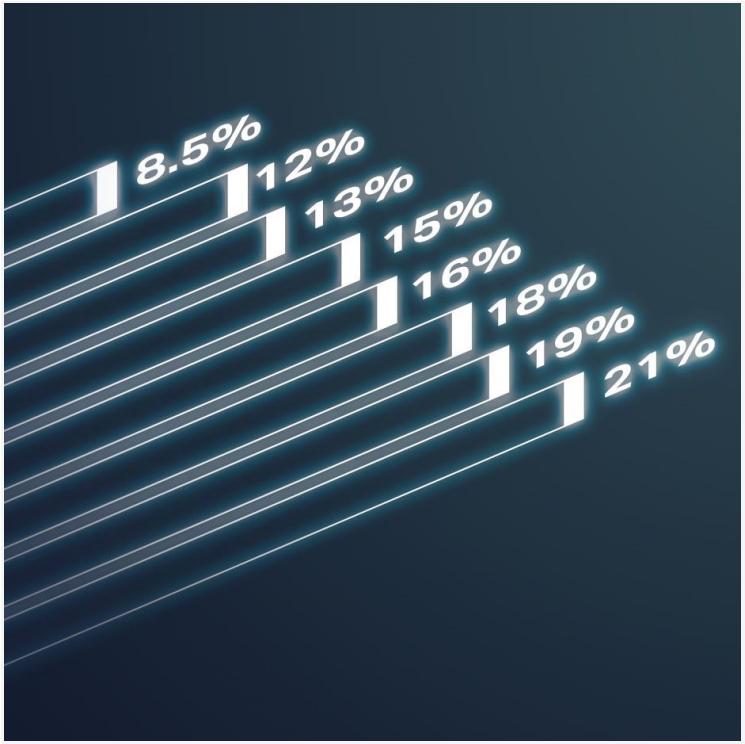



18.11.2024

# Страсти по ключевой ставке

Тема ключевой ставки Банка России стала мейнстримом, безусловным стержнем экономической повестки, а значение этого финансового инструмента — поистине судьбоносным в широком смысле слова. Ничего подобного не было за всю постсоветскую историю страны. Никогда ещё брифинги главы регулятора по итогам заседания Совета директоров ЦБ по ставке не привлекали к себе столь пристального внимания общественности. Понятно, почему: сегодня от степени жёсткости денежно-кредитной политики зависит очень и очень многое.

Дискуссия обрела общенациональный размах и невиданную остроту, в ней участвуют главы госкорпораций и частных компаний, промышленники и банкиры, эксперты и журналисты, обыватели и правительственные чиновники. Идёт поиск (пока безуспешный) ответа на главный вопрос: возможен ли компромисс между стимулированием роста экономики и антиинфляционной жесткостью ДКП?

Банк России оценил вероятность повышения ключевой ставки на заседании 20 декабря как «очень высокую». Поскольку в октябре она выросла сразу на два процентных пункта, с 19% до 21%, наиболее вероятным видится сценарий 23% и даже, в «хардкорном» варианте», 25%. Примечателен также отход регулятора от прежних целевых значений, например, достижение таргета по инфляции в 4% перенесено с 2025-го на первую половину 2026-го. Понятно, что в этих условиях для предприятий драматично снижается доступность финансирования инвестиционных программ из всех источников. Позицию крупного бизнеса обозначил глава Российского союза промышленников и

предпринимателей (РСПП) Александр Шохин. По его словам, многие компании уже откладывают инвестпроекты на следующий год, поскольку ЦБ отчётливо дал понять: раньше второго полугодия 2025-го и без обуздания инфляции никаких послаблений в ДКП не будет.

Ситуация представляет собой колоссальную дилемму — в этом суть недавнего заявления министра финансов РФ в 1997–1999-м годах Михаила Задорнова. Главной неудачей текущего года он считает тот факт, что инфляцию не смогли сбить хотя бы до 5,5–6%. Экономист назвал экстраординарным разрыв между показателем годовой инфляции в 9% и ключевой ставкой в 21%. Этот разрыв Задорнов объяснил тем, что ЦБ пытается ограничить рост спроса, «затрудняя банкам выдачу кредитов, потребительских прежде всего, даже не ипотеки». Только в связи с инфляцией и высокой ключевой ставкой у России в 2025 году примерно на 1 трлн рублей (по сравнению с 2024-м) вырастет обслуживание государственного долга, заметил бывший глава Минфина.



**Истоки происходящего**

На уровне обывательских (и не только) рассуждений очень легко «повесить всех собак» конкретно на руководство Центробанка. Традиционный упрек: команда Эльвиры Набиуллиной своей ДКП перекрывает кислород бизнесу, лишая его длинных дешёвых кредитов, а всю экономику — будущего, возможности развиваться. Звучит также мысль, что не стоит самой Набиуллиной пенять на недостаток производственных мощностей как на главную экономическую проблему. Откуда же эти мощности возьмутся, если Банк России не даёт компаниям кредитоваться, а значит, закупать оборудование?

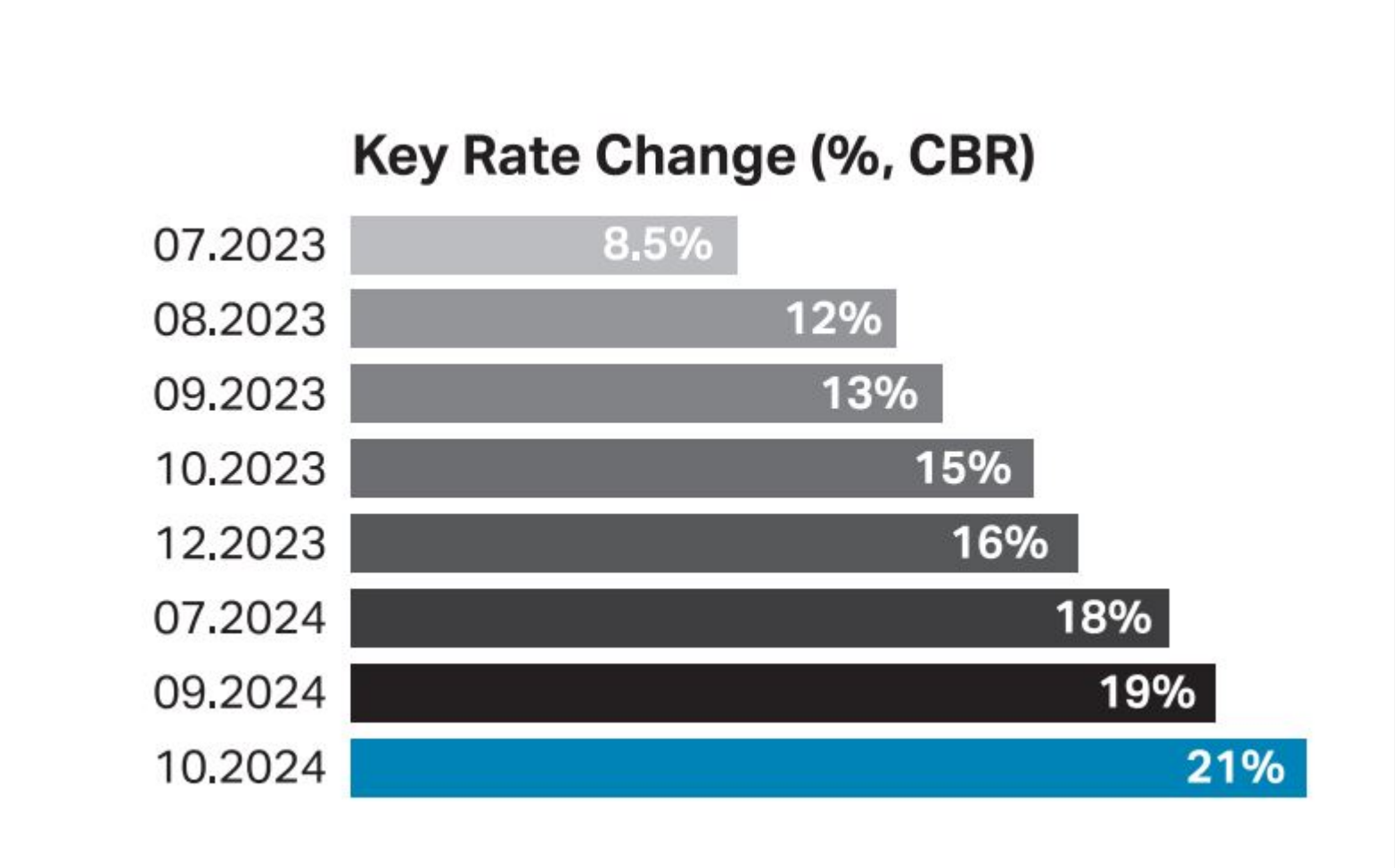
В действительности истоки происходящего в реальном секторе намного глубже: ситуация обусловлена далеко не только монетарными действиями регулятора. Просто Центробанк максимально на виду, со своей исторической ролью вечного «дежурного по инфляции» и фактического громоотвода. Ограниченными средствами он пытается устранить следствие проблем, которые имеют структурную немонетарную природу. Но первопричины лежат за пределами компетенций ЦБ. В частности, параметры бюджета и так называемого бюджетного импульса являются прерогативой правительства и Госдумы. Кроме того, сегодня в экономике сложилось чёткое разделение на отрасли сугубо рыночные и те, что активно стимулируются государством. Последние, соответственно, гораздо менее чувствительны к воздействию ключевой ставки. Выровнять условия работы этих двух основных пластов экономики Банк России никогда не сможет, что осознаёт часть бизнес-сообщества. На ноябрьском экономическом форуме в Челябинске глава «Опоры России» Александр Калинин призвал коллег принять дорогие деньги как данность и искать альтернативные источники ресурсов, вплоть до оптимизации административных издержек и неналоговых платежей.

Между тем, в среднем каждая пятая компания из сектора обрабатывающей промышленности испытывает сегодня сложности с погашением кредитов, подсчитал близкий к правительству аналитический центр ЦМАКП. В деревообработке эта доля достигает 22–24%, в производстве изделий из кожи и бумаги — 29–34%, а в судо- и авиастроении — и вовсе 57%. По оценкам ЦМАКП, на оплату процентов предприятия вынуждены отдавать каждый четвёртый рубль прибыли, и это максимальный уровень за последние пять лет. По словам замгендиректора Центра Дмитрия Белоусова, ситуация с ключевой ставкой ведёт к постепенному расширению спектра гражданских отраслей, где рентабельность бизнеса ниже стоимости безрискового «держания денег» (доходности по ОФЗ). Что делает бессмысленными частные инвестиции в них.

«Меня особенно беспокоит, — говорит финансовый аналитик BitRiver Владислав Антонов, — что происходит перекос в сторону краткосрочных кредитов на пополнение оборотных средств, а не долгосрочных инвестиционных займов. Бизнес вынужден занимать, просто чтобы “остаться на плаву” — покрыть растущие затраты на логистику и зарплаты. О каком-

либо развитии в таких условиях речи нет».

Как, в свою очередь, считают опрошенные «Эксперт РА» участники долгового рынка, в 2025 году экономику накроет волна дефолтов из-за высоких ставок по кредитам: 35% ждут её во второй половине года, 27% — в первой, и лишь 18% не предвидят такого поворота.



**Классический конфликт**

Есть также ряд поводов усомниться в высокой эффективности кооперации, согласованности действий между Центробанком и правительством, в том, что стороны ставят друг друга в известность о каждом своём шаге. В частности, как заметил в начале октября советник председателя ЦБ Кирилл Тремасов, «в бюджете есть ряд неожиданных моментов, которые могут потребовать корректировки». Речь о мере, предусмотренной в отдельном законопроекте, который был внесен в Госдуму 30 сентября в составе «бюджетного пакета». Итоговые расходы казны на 2024 год увеличены на 1,5 трлн рублей до 39,4 трлн рублей, что на 22% больше прошлогоднего показателя. Львиная доля средств направлена на финансирование по двум статьям: военные нужды государства и субсидии по ипотеке и другим льготным программам.

«У нас взаимодействие с правительством очень конструктивное, мы слышим друг друга, во всяком случае, системы координат друг друга нам понятны, — сказала на встрече с журналистами Эльвира Набиуллина, когда её спросили, насколько координацию действий ЦБ и Минфина «осложняют неожиданности вроде всплеска бюджетных расходов, который в этом году вылез буквально на днях».

По словам председателя ЦБ, многие решения по дополнительным расходам казны дорабатываются в последний момент, уточняется их обоснованность. Поэтому окончательные цифры регулятор узнаёт тогда, когда они утверждаются внутри правительства.

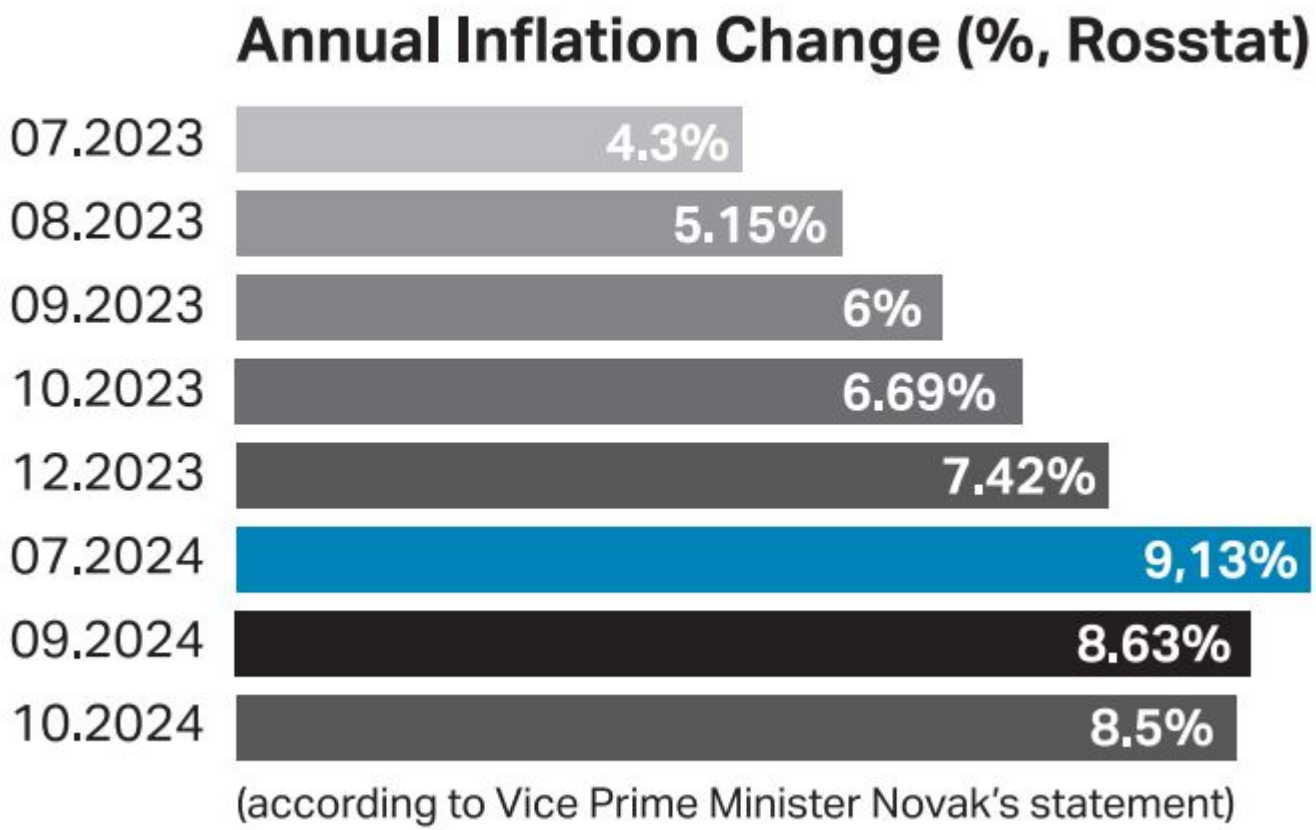
«Одно не подлежит сомнению: в России инфляция становится всё более нестерпимой для экономики, — рассуждает ведущий эксперт Центра политических технологий Никита Масленников. — В древности в Китае практиковался метод казни, известный как “смерть от тысячи порезов”. У нас инфляцию подпитывает множество факторов. Среди прочего, это грядущая индексация тарифов ЖКХ на 11,9% и железнодорожных перевозок. Я допускаю, что мера оправдана: то же лифтовое хозяйство нуждается в обновлении. Но зачем повышать с 1 октября утилизационный сбор на автомобили на 70-85%, ведь доля расходов на них в структуре потребления составляет 4,6%? Неужели нельзя было повременить?»

Эти две меры — индексация тарифов ЖКХ и повышение утильсбора на автомобили — дают ровно один процентный пункт прироста годовой инфляции в 2025 году. А на подходе другие проинфляционные новшества. В частности, напоминает Масленников, Минпромторг планирует повысить утильсбор на сельхозтехнику в пять-десять раз, несмотря на падение рентабельности у аграриев. Можно сколько угодно критиковать Центробанк за высокую ставку, но других

инструментов у регулятора нет. Если сейчас он начнет её снижать, то отпустит инфляцию в свободное плавание, что создаст ещё более плачевную ситуацию и на потребительском рынке, и в экономике в целом.

«Очевидное преимущество сегодня получают предприятия с государственным финансированием и субсидиями по ставкам, — отмечает Владислав Антонов. — А частный бизнес будет сворачивать производство либо переводить активы в более доходные финансовые инструменты. Это может усилить инфляционное давление из-за недостаточного предложения товаров и услуг. Безусловно, ЦБ осознаёт последствия своих шагов для промышленности, но сейчас он оказался между молотом и наковальней».

С одной стороны, необходимо сдержать инфляцию, которая обесценивает сбережения и дестабилизирует бизнес-планирование. С другой, рост госрасходов и потребительского спроса продолжает разгонять цены, и Банк России вынужден реагировать жестко, чтобы не допустить инфляционной спирали. Это, по словам Антонова, классический конфликт между краткосрочной стабилизацией и долгосрочным развитием.




**Меры господдержки**

Идущий ныне в России концептуальный спор напоминает вечный парадокс о курице и яйце. Что возникло раньше:

проблемы экономики как следствие высокой ключевой ставки или высокая ставка как реакция на инфляцию, рост госрасходов и потребительского спроса?

Жёсткая ДКП — не прихоть, а неизбежный ответ на происходящее в экономике, заявила Набиуллина в Госдуме, на заседании Комитета по финансовому рынку. Основной посыл, адресованный критикам Банка России: структурные риски не связаны с высокими ставками. Соответственно, регулятор будет и впредь распоряжаться этим своим инструментом так, как сочтёт нужным. Как заметила глава ЦБ, «многие страны через это проходили, прежде чем добились устойчиво низкой инфляции», делающей доступными кредиты для бизнеса и рыночную ипотеку. Жёсткая монетарная политика «не противоречит тем задачам развития экономики, над которыми сейчас работает правительство», она «защищает зарплаты, пенсии, пособия и сбережения от роста цен».

При этом, констатирует Набиуллина, бизнес страдает от высокой инфляции ничуть не меньше, чем граждане, поскольку рост его издержек — «во многом одно из проявлений все той же инфляции». «Это отражение острой борьбы между компаниями за всё более дефицитные производственные ресурсы: труд, материалы, новое оборудование».

Но есть и другая безусловная данность: как бы ни пытался регулятор воздействовать ставкой на активность потребителей, а через них и на активность бизнеса, определённые реалии останутся ему неподвластны. Выступая в конце октября на съезде Федерации независимых профсоюзов, Владимир Путин признал, что в отечественной экономике «сохраняются сложности и дисбалансы». По словам президента, они «вызваны, прежде всего, теми непростыми условиями, в которых мы наращиваем индустриальный, аграрный, финансовый потенциал страны». В том числе — кадровым дефицитом (острой нехваткой специалистов рабочих профессий), внешними санкциями и собственными структурными ограничениями. Ранее, в своем послании Федеральному собранию, Путин заявил о необходимости увеличения объёма инвестиций в ключевых отраслях РФ на 70% к 2030 году.

Тогда, в феврале 2024-го, ключевая ставка составляла 16%, что тоже немало. Но сегодня она окончательно обрела заградительный характер, и этот её статус всё больше выключает в стране механизмы рыночного регулирования, переводя экономику на прямое госуправление. Как будут развиваться события дальше? На взгляд директора Центра структурных исследований РАНХиГС Алексея Ведева, инфляция продолжит ускоряться, поскольку высокая ставка её провоцирует, а не сдерживает.

«Сохранится рост корпоративного кредитования, и его удорожание будет закладываться в себестоимость, — рассуждает

экономист. — А вот население будет в основном придерживаться сберегательной модели поведения — по максимуму нести деньги в банки и брать меньше кредитов. Темпы роста ВВП не превысят 1,5% в год, а доходность по долгосрочным ОФЗ подскочит до рекордных 16-18%. Это очень дорого, чтобы финансировать дефицит бюджета».

Что делать в нынешних условиях бизнесу? По словам Владислава Антонова, сейчас критически важно искать способы оптимизации затрат и повышения эффективности. Возможно, стоит рассмотреть создание партнёрств и консорциумов для совместной реализации проектов, чтобы разделить риски. Важно также внимательно следить за программами господдержки: вероятно, государству придётся расширять субсидирование ставок для приоритетных отраслей.

«Заинтересованные компании могут претендовать на меры поддержки, как финансовые (выделяются миллиарды рублей!), так и нефинансовые, — говорит главный аналитик Neomarkets Олег Калманович. — К первым относят налоговые льготы, возможность взять льготный кредит с помощью институтов развития, претендовать на грант или субсидию. Программы рассчитаны как на крупный бизнес и системообразующие отрасли, так и на малый бизнес. Действуют федеральные и региональные программы. Так, ИП или компании с социальной направленностью могут обратиться за грантом до 0,5 млн рублей (до 1 млн рублей — в Арктической зоне). Из вторых можно назвать информационно-консультативную поддержку центров "Мой бизнес”, а также РЭЦ (Российский экспортный центр) — для предпринимателей, которые хотят выйти со своим продуктом за рубеж».

Георгий Степанов.