

ШАГ ВПЕРЕД И ПЯТЬ В УМЕ

БЕЗ ПОВЫШЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В МАРТЕ НЕ ОБОШЛОСЬ

Совет директоров ЦБ на заседании 19 марта повысил ключевую ставку на один шаг — до 4,5%. Само по себе это решение Банка России накануне его принятия уже в основном ожидалось аналитиками, кроме того, масштабы изменения стоимости денег в экономике совсем не так велики, чтобы кого-либо беспокоить. Тем не менее, возможно, именно в это время ситуация изменилась долгосрочно — объяснения своего решения сначала в заявлении совета директоров ЦБ, а затем и председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной прозвучали настолько жестко, что рынки в первый же день после решения пребывали в некоторой неуверенности.



одной стороны, логика ЦБ, которая изменяет прогноз, по крайней мере на первое полугодие 2021 года, вполне соответствует принятому решению по существу. С другой стороны, форма, в которой Банк России убеждает рынки в том, что время дешевых денег, по крайней мере на 2021 год, закончилось, на удивление не соответствовала всей обстановке, которая сложилась на тот момент. И дальнейшие события показали как минимум то, что ЦБ действительно есть чего опасаться.

Напомним, в текущей денежно-кредитной политике Банка России есть две наиболее важные составляющие, которые влияют на поведение рынков, экономики и которые (с большими оговорками) в основном и определяют движение инфляции — главный параметр, который в режиме инфляционного таргетирования интересует ЦБ. Первая составляющая — денежно-кредитные условия: повышение ставки само по себе изменяет стоимость денег в экономике и через некоторое время влияет на инфляцию. В данном случае повышение ключевой ставки на 0,25% — это давление против инфляции, которая во второй половине марта достигла уровня 6% год к году. Если бы экономика была устроена чисто механически, а обмен в ней производился не людьми, а совершенными автоматами, то реализация ДКП была бы чрезвычайно простым делом. Но на месте автоматов в экономике работают человеческие существа, действующие исходя из собственных представлений о том, что происходит и чего ждать дальше, — они, работая в банках, делая сбережения, планируя летний отпуск, обращаясь за ипотекой, изменяя цены на свою продукцию, формируют вторую крупную составляющую — инфляционные ожидания. В «механическую» жизнь финансовых рынков это вносит свои акценты. Сильно упрощая происходящее, изменение ЦБ ставки — это в большей степени «механический» сигнал, объяснение — формирование ожиданий. Даже от тона, которым глава ЦБ зачитает пресс-релиз об изменении ключевой ставки, зависит будущее поведение рынков, не говоря уже о содержании. Банк России, как и любой центробанк в режиме инфляционного таргетирования (и не только его), своими объяснениями может влиять на краткосрочное и среднесрочное поведение инфляции; искусство центробанковой игры в настоящее время в том, как сочетаются «механические» и «словесные»

ТЕКСТ **Дмитрий Бутрин**
ФОТО **Эмин Джафаров**



ЭМИН ДЖАФАРОВ

сигналы, произведенные действия и декларируемые намерения.

Если говорить именно о действиях и объяснении этих действий, более или менее отвлеченных от настроений, то они выглядят более или менее очевидно. Банк России еще с ноября 2020 года ожидал несколько меньшие уровни прироста потребительской инфляции, чем демонстрирует реальность. Отрыв сам по себе не слишком велик, но к марту 2021 года стал уже ощутимым даже в «механических» терминах. К инфляционным уровням 2020 года, например, ослабление курса рубля добавило один процентный пункт — и это довольно много. Но этот эффект, как констатировал ЦБ в марте, уже исчерпан — сейчас, по его мнению, инфляцию разгоняет другой эффект. Вкратце — это отставание скорости восстановления предложения в экономике от скорости восстановления спроса. Иными словами, и граждане, и предприятия в России, несмотря на незавершенность коронавирусной эпидемии, достаточно быстро восстанавливают потребительскую активность и увеличивают суммы, которые

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ЦБ (%) Источник: ЦБ.

