



они готовы тратить на свои нужды, — но в ответ экономика не может пока предложить товаров и услуг в количестве, соответствующем этому спросу.

ЦБ в комментариях к своему решению приводит в пример два рынка, на которых этот эффект действует сильнее всего. С одной стороны, это туризм. В силу коронавирусных ограничений он — внутренний. Спрос на путешествия внутри России вырос очень сильно, но ни гостиницы на Байкале, ни рестораны на Золотом кольце, ни сектор услуг в Петербурге, ни транспорт не способны предоставить достаточно предложения в один момент: результат — гостиница в Домбае или гостевой дом в Сочи повышают цены. Второй пример — рынок жилой недвижимости. Ради поддержания экономического роста правительство РФ и ЦБ стимулируют льготами выдачу ипотеки. Но строить квартиры так быстро невозможно. Как результат, дорожают стройматериалы, рабочая сила в строительстве (мигранты, уехавшие домой в 2020 году от эпидемии, полностью в Россию вернутся нескоро), растет цена квадратного метра (в который к тому же стало так легко и выгодно инвестировать). Результат — инфляция: вроде бы временная, но на деле достаточно стабильная.

Вторая составляющая — настроения. И тут действия Банка России более чем удивительны: все «кнопки», управляющие ожиданиями в инструментарии ЦБ, были нажаты одновременно. Так,

ЦБ дал понять, что 23 апреля ставка может быть повышена вновь, сообщил, что в марте обсуждалось решение поднять ставку не на 0,25%, а и на 0,5% (что должно говорить об экстраординарности проблем, стоящих перед Банком России). Ужесточение ДКП будет продолжаться в течение всего 2021 года, тогда как условно нейтральный уровень ставки остается в диапазоне 5–6%. Инфляция, по заявлению регулятора, вернется в норму в 4% годовых (по его расчетам) только во втором полугодии 2022 года. Почти не существует факторов, которые бы смещали баланс рисков ЦБ в сторону низкой инфляции — по крайней мере это следует из его прогнозов, которые также меняются (и будут опубликованы в апреле). В общем, если Банку России нужно было убедить рынки и население в том, что он настроен на самое серьезное сражение с инфляцией, то сделать это более энергично было бы сложно.

Главный парадокс происходящего в том, что на деле, по крайней мере пока, вся аргументация ЦБ выглядит некоторым преувеличением. Основные причины роста цен в конце 2020 — начале 2021 года выглядят более стечением обстоятельств, чем системно действующими факторами: средствами ДКП («механическими» решениями) с ними бороться и бессмысленно, и вредно. Напротив, какого-то долгосрочного «перегрева» в экономике страны, который заключался бы в значимом превышении реальным выпуском потенциального, не вид-

но — и представить себе его в текущей ситуации вообще сложно. Напротив, проинфляционные настроения «словесными» решениями подавлять можно достаточно эффективно, хотя интуитивно это выглядит не так. Но и здесь проблема очевидна: сами по себе ожидания в конце 2020 года выросли, но не настолько, чтобы ожидать каких-то катастроф. К тому же к лету 2021 года в пользу Банка России начнет играть и чисто статистический фактор — инфляцию будет занижать эффект низкой базы, а один из главных каналов улучшения инфляционных настроений — это низкие цифры инфляции Росстата (и наоборот — хотя эти эффекты и не симметричны: ценовые ожидания проще и быстрее разогреваются, чем остывают).

Но если предположить, что ЦБ не столько в своем решении по ключевой ставке, сколько в своем объяснении предупреждает события, а не реагирует на них — все становится немного проще. Например, ожидая волатильности на мировых финансовых рынках (например, нового падения цен на нефть — третья волна коронавирусной пандемии сейчас объявлена в ЕС, но не в России), разумно превентивно гасить инфляционные ожидания — сильно хуже от этого никому не станет. В отличие от сильного «механического» действия — повышение ключевой ставки до условных 6% годовых разом резко бы сбilo ожидания, но вызвало бы через довольно короткое время проблемы с кредитованием эко-

номики и со скоростью восстановления ВВП. Но именно этого делать Банк России как раз и не обещал.

Если речь идет о своеобразном аналоге центробанковской интуиции (сама по себе «настоящая» интуиция находится за пределами ДКП и поэтому, по крайней мере официально, не входит в инструментарий команды Эльвиры Набиуллиной), то ЦБ угадал. Волатильность на рынке обнаружилась через несколько дней после принятия решений ЦБ, в первую очередь это рынок госдолга — доходности на нем существенно выросли (выше 7% по индексу российских гособлигаций RGBITR). Десятилетние ОФЗ показывают доходность также выше 7% годовых. Основное объяснение — ожидание введения США санкций против российского госдолга: очевидно, что такое санкционное ужесточение вызовет и некоторый рост инфляции сам по себе (хотя расчеты ЦБ 2019–2020 годов на этот счет не дают особых оснований для какой-либо паники), и (что хуже) — рост инфляционных ожиданий: он в России пока довольно надежно ассоциируется с курсовой нестабильностью. Нестабильны (хотя и выше \$60 за баррель — цена, которую вряд ли кто-то сейчас назовет низкой, памятью события 2020 года) цены на нефть. Ожидания мировых цен на продовольствие также высоки — и пока Россия рассматривается как экспортер зерна, это повышает и инфляцию в России. Возможно, что, повышая ключевую ставку и переходя к резко «ястребиной» риторике, российский ЦБ угадал — по крайней мере, «прикрикнуть на инфляцию» оказалось уместным действием. Наконец, гражданам, имеющим сбережения, решения Банка России отчетливо выгодны: во всяком случае, шансов на снижение доходностей вложений в депозиты и облигации на 2021 год становится меньше.

Другое дело, что за рациональностью ЦБ могут стоять ожидания довольно серьезных неприятностей — существенно больших, чем по-прежнему незначительный всплеск инфляции. И одно дело угадывать, а другое — знать наверняка: Банк России скорее знает, чем угадывает. И хотя объяснения его о том, почему он после длинного цикла снижения ключевой ставки решил в течение 2021 года ее повышать, скорее описывают позитивную картину (разве плохо, что в ситуации завершения эпидемии спрос в экономике выше возможностей его немедленно удовлетворить?), на деле настроение Эльвиры Набиуллиной может быть не таким хорошим: есть чего опасаться ●