



Причины развития инфляционных процессов в России, их влияние на фондовый рынок и пути обуздания инфляции

Современная экономическая мысль обосновывает пользу умеренной инфляции, поскольку она стимулирует к более эффективному использованию денег в экономике и способствует росту потребительской активности.

В России измерением уровня инфляции занимается Росстат. А Банк России с недавних пор осуществляет регулирование этого уровня. Напомним, что при переходе к плавающему курсу рубля в 2014 году Банк России стал придерживаться политики таргетирования инфляции, то есть поддержания ее уровня вблизи заданных значений при помощи доступных мегарегулятору методов (в том числе при осуществлении монетарной политики). В качестве целевого уровня инфляции в последние пять лет установлен уровень у отметки в 4%.

С 2015 года ЦБ РФ придерживался мягкой денежно-кредитной политики с постепенным снижением уровня ключевой ставки. За 5 лет ключевая ставка была снижена с максимума в 17% до минимума в 4,25%, достигнутого в середине 2020 года. При этом уровень инфляции достиг уровня таргета.

Однако в 2020 году вновь начались процессы усиления инфляции, продолжающиеся и по сей день. Это вынудило Банк России в 2021 году перейти к активному повышению уровня ключевой ставки. С начала года ставка увеличена в полтора раза с 4,25% до 6,5% (на 225 базисных пунктов).

Каковы главные причины такого всплеска?

С одной стороны можно выделить группу факторов, связанных с активностью потребителей, производителей и государства в условиях кризиса.

Во-первых, следует отметить традиционное поведение населения, стремящегося в кризисные периоды избавиться от фиатных денег в пользу твердых активов, что ведет к скупке импортных товаров, приобретению автомобилей, покупке объектов недвижимости и т.д. То есть увеличению спроса, провоцирующего рост цен (инфляция спроса).

Во-вторых, можно обратить внимание на процессы разрушения мировых логистических цепочек, которые ведут к диспропорциям в виде задержек поставок, увеличения издержек на транспортировку, введения карантинных мер, остановок конвейеров, снижения активности малого и среднего бизнеса и возникновения дефицита отдельных видов продукции. Все это ведет к повышению себестоимости, выражаемой в виде инфляции предложения.

В-третьих, следует отметить существенную финансовую поддержку государством населения за счет различного рода выплат и субсидий, которая привела к увеличению необеспеченной денежной массы в обращении.

Но, с другой стороны, следует обратить внимание на вторую группу факторов, связанную с активностью коммерческих банков и политикой мегарегулятора. Очевидно, что Банк России, таргетирующий инфляцию, не способен управлять факторами, перечисленными в первой группе. Его возможности связаны с управлением денежной массой, то есть с монетаристским подходом. Все мы знаем, что если достичь равновесия, при котором на одной чаше весов окажется денежная масса, помноженная на скорость обращения, а на другой – стоимость всех товаров и услуг, то можно поддерживать это равновесие с помощью регулирования количества денег в обращении с учетом динамики производства товаров и оказания услуг. Проще говоря, количество денег должно обеспечиваться соответствующим количеством товаров и услуг.



Причины развития инфляционных процессов в России, их влияние на фондовый рынок и пути обуздания инфляции

Эмиссию наличных денег осуществляет Банк России исходя из потребностей конвертации безналичных денег. В то же время эмиссию безналичных денег осуществляют коммерческие банки через кредитование. Такая эмиссия оказывается относительно незаметной для экономики, если в процессе ввода в обращение кредитных денег удастся одновременно «сковать» посредством приема средств на срочные вклады аналогичный объем средств.

Однако сейчас условия приема вкладов во многих банках изменились и позволяют забрать средства с сохранением начисленных процентов в удобное для вкладчика время. Кроме того, в условиях снижения ставок по вкладам вслед за снижением ключевой ставки интерес к традиционным банковским сберегательным продуктам существенно сократился и наблюдается отток средств физлиц со счетов срочных вкладов. В итоге существенная часть выданных кредитов стала обеспечиваться за счет средств на текущих счетах. Все это ведет к тому, что в экономике возникают ситуации, когда наряду с обращением кредитных денег, также обращаются и средства, которые не удалось «сковать».

Если обратить внимание на динамику показателей самого крупного коммерческого банка (Сбербанк), активы которого составляют треть активов всех коммерческих банков, то можно отметить, что по итогам 1-го полугодия текущего года отток средств со вкладов физлиц составил 360 млрд руб. И хотя в целом размер срочных средств увеличился на 750 млрд руб. за счет размещения средств юрлиц, объем прироста выданных кредитов только физлицам за тот же период превысил 964 млрд руб., а совокупный прирост кредитного портфеля увеличился на 1,798 трлн руб. То есть выданные кредиты более чем на 1 трлн руб. обеспечиваются средствами на текущих счетах, которые одновременно используются в реальной экономике.

Если посмотреть на агрегированный баланс всех коммерческих банков, то ситуация выглядит схожей. Отток средств со вкладов физлиц в первом полугодии составил 1,2 трлн руб., прирост средств на срочных счетах в целом составил 1,5 трлн руб. за счет средств юрлиц, прирост выданных кредитов физлицам составил 2,2 трлн руб., а прирост в целом кредитного портфеля составил 5,2 трлн руб. То есть в масштабах всей банковской системы увеличение кредитования обеспечивается за счет депозитов лишь на 29%, в то время как более 70% кредитов обеспечено за счет текущих средств. Такое положение ведет к тому, что функция абсорбирования свободной ликвидности банковским сектором фактически не выполняется.

Из таблицы 1 на странице 3 видно, что в периоды сокращения активов банковского сектора (в 2016 и в 2019 годах) наблюдалось существенное снижение инфляции. Так в 2016 году при сокращении активов на 4,1 трлн руб. уровень инфляции опустился с 12,9% до 5,4%, а в 2019 году при сокращении активов на 1,5 трлн руб. уровень инфляции сократился с 4,3% до 3%. И, наоборот, агрессивное увеличение активов банковского сектора в 2018, 2020 годах и в первом полугодии 2021 года сопровождалось усилением инфляционных процессов. Рост активов на 8,3 трлн руб. в 2018 году привел к увеличению инфляции с 2,5% до 4,3%, рост активов на 12,9 трлн руб. сопровождался ростом инфляции с 3,0% до 4,9%. И, очевидно, что сохранение динамики 1-го полугодия 2021 года приведет к всплеску инфляции с 4,9% до 7% по нашему прогнозу. Индекс потребительских цен в 1-м полугодии 2021 года составил 104,2%, что при сохранении динамики может дать результат по году 108,2%.



Причины развития инфляционных процессов в России, их влияние на фондовый рынок и пути обуздания инфляции

Таблица 1.

Годы	Прирост активов банков, трлн руб.	Изменение активов, %	Размер чистой прибыли, трлн руб.	Средневзвешенный уровень ключевой ставки, %	Изменение ИПЦ на товары и услуги, %
2021 прогноз	14,8	15	1,4	5,68	7
2020	12,9	15,1	1,6	5,05	4,9
2019	-1,5	-1,7	1,7	7,33	3
2018	8,3	10,5	0,99	7,42	4,3
2017	4,9	6,6	0,53	9,13	2,5
2016	-4,1	-5,3	0,77	10,58	5,4
2015	4,1	5,6	0,124	12,64	12,9

Отсюда главная причина всплеска инфляции – это существенный рост активов банковского сектора в результате расширения масштабов кредитования в условиях неспособности «сковывания» избыточной ликвидности.

Учитывая вышесказанное, традиционные меры, которые может предпринять Банк России, чтобы обуздать инфляцию, должны быть направлены на:

- восстановление абсорбирующей функции банковского сектора;
- ограничение объемов кредитования.

Дальнейшее увеличение ключевой ставки, с одной стороны, приведет к увеличению ставок по вкладам и восстановлению их привлекательности для населения, а с другой, - должно способствовать сдерживанию спроса на кредитные продукты в результате одновременного повышения ставок по кредитам. В этой связи по нашим прогнозам, ключевая ставка до конца года, скорее всего, будет увеличена до 7,5%.

Дополнительный комплекс мер может быть связан с ужесточением требований к показателям достаточности капитала, требованиям к уровням резервирования и ограничению доступа к привлечению ликвидности от Банка России.

На протяжении длительного времени мы наблюдаем в России процесс трансформации континентальной (банковской) модели в американскую (биржевую). Однако кризис 2020 года проявился в рассинхронизации многих процессов. С одной стороны, в условиях резкого увеличения рисков, повысилась неопределенность в отношении спроса со стороны инвесторов, при этом возросла стоимость фондирования с помощью биржевой инфраструктуры и повысились требования к эмитентам. А с другой, - сохранение низких кредитных ставок спровоцировало существенный рост кредитования. Причем самым активным заемщиком выступило население, которое обеспечило за 1,5 года прирост кредитов на 4,2 трлн руб. в условиях чистого оттока средств вкладчиков- физлиц на 3 трлн руб. В итоге активы банков за полтора года увеличились почти на четверть (рост кредитования населения составил 25,5%, рост кредитования предприятий - 22,8%, рост кредитования ИП – 18,8%), что и послужило основной причиной всплеска инфляции.

**Причины развития инфляционных процессов в России, их влияние на фондовый рынок и пути обуздания инфляции**

В этих условиях вместо стимулирования использования рыночных биржевых механизмов и более активного управления инертной кредитной системой, большинство принятых мер фактически оказалось направлено на то, чтобы сделать шаг назад в сторону банковской модели. Это выразилось в первую очередь в законодательных ограничениях прав инвесторов и ужесточении требований к эмитентам. Указанные меры способствуют дальнейшей консервации банковской модели и превращению большинства неквалифицированных инвесторов обратно в банковских вкладчиков.

Гипотетически следовало бы напротив стимулировать рынок облигационного финансирования и переориентировать заемщиков на замещение кредитных источников, поскольку такой подход обеспечил бы перераспределение свободных средств инвесторов в пользу экономически-активных субъектов, не оказывая столь существенного влияния на усиление инфляции.

Вместе с тем банкам также следовало бы замещать архаичные источники финансирования в виде банковских вкладов биржевыми инструментами. На текущий момент доля выпущенных долговых ценных бумаг в структуре обязательств остается менее 3-х %. Выпуск длинных облигаций позволил бы снизить риски, связанные с неспособностью «сковывания» привлекаемых ресурсов, и обеспечил бы лучшее встраивание банков в новую модель.

Кузьмин Алексей
Директор по развитию и стратегическому планированию
АО «НФК-Сбережения»