

Август 2022 г.

БАЗОВАЯ СТАВКА

Как понизить давление на экономику

Приложение к республиканскому деловому еженедельнику «Курсив»

КУРСИВ | GUIDE



K Kursiv Research

Аналитика республиканского делового еженедельника «Курсив»

Отраслевая аналитика Казахстана и Центральной Азии

K **Kursiv Research Ratings**
Отраслевые, нишевые и региональные рейтинги по ключевым финансовым и операционным показателям

K **Kursiv Research Index**
Важнейшие композитные индикаторы, отражающие состояние рынков и отдельных отраслей

K **Kursiv Research Report**
Комплексные обзоры рынков, регионов и направлений, бизнес-кейсы



На низком старте

Всякий раз, когда приходится слышать или читать о резком повышении базовой ставки, я вспоминаю позднюю московскую осень 1993 года. В тот отчаянный период базовая ставка РФ оставляла 210 (прописью – двести десять) процентов. Тогда, впрочем, мало кто понимал, что происходит – финансовая грамотность населения у по преимуществу ограничивалась знанием звучного слова «ваучер», а искомая долларизация реализовывала себя примерно так – один мой сокурсник как-то ночью весьма выгодно реализовал десятидолларовую купюру в коммерческом ларьке, пририсовав недостающий ноль шариковой ручкой и триумфально выдав ее за сотенную.

Гиперинфляция тогда не слишком смущала бизнес. Не зная макроэкономической подоплеку происходящего, начинающие коммерсанты тем не менее интуитивно чували возможные ходы и принимали правильные решения – например, кредитовались дорого в рублях, и тут же размещали их в том же банке на долларовых депозитах. По сути, это был своеобразный аналог современных свопов, хотя таких слов тогда не знали ни предприниматели, ни, подзреваю, сами банкиры.

Мы тогда жили в перевернутом мире внутри одной страны – сегодня же мир вновь грозит перевернуться, но уже в планетарном масштабе, и сегодняшний Казахстан как часть мировой экономики вынужден разделять все вызовы и риски. В частности, он сталкивается с дилеммой, давно сформулированной в соответствующих учебниках – повышенная ставка символизирует капитуляцию экономического роста ради стабильности самой финансовой системы.

Этот гайд посвящен базовой ставке РК, а точнее – определенной ревизии ее функций в сложившейся экономической ситуации, а еще точнее – отказу капитулировать и способам разорвать тот порочный круг между капитуляцией роста и стабильностью системы. Наш круглый стол, посвященный инфляционному таргетированию, предлагает гибкие решения этого вопроса и по сути служит попыткой переписать стандартный учебник, не слишком пригодный для нового времени. Сегодня, когда ситуация в мире выходит из-под контроля все чаще и пресловутых черных лебедей (в диапазоне от эпидемий до войн) стало едва ли не больше, чем обычных белых, кажется, настало время вернуться к проверенным восстановительным азам – естественный рост не должен подавляться, кредиту следует быть дешевым, а повышенная ставка уже не может вечно служить панацеей, словно пририсованный шариковой ручкой лишний ноль.

Максим Семеляк, редактор «Курсив Guide»

Генеральный директор/главный редактор: Сергей ДОМНИН s.dominin@kursiv.kz, редакционный директор: Александр ВОРОТИЛОВ a.vorotilov@kursiv.kz, выпускающий редактор «Курсив Guide»: Максим СЕМЕЛЯК m.semelyak@gmail.com, бийд-редактор, фотограф: Илья КИМ i.kim@kursiv.kz, верстка: Елена ТАРАСЕНКО, дизайнер: Данара АХМУРЗИНА, коммерческий директор: Ирина КУРБАНОВА, тел. +7 (777) 257 49 88, i.kurbanova@kursiv.kz, руководитель по рекламе и PR: Сабир АПАБЕК-ЗАДЕ, тел. +7 (707) 950 88 88, s.sagabek-zade@kursiv.kz, нач. отдела распространения: Ренат ГИМАДДИНОВ, тел. +7 (707) 186 99 99, r.gimaddinov@kursiv.kz, А15Р1М9, РК, г. Алматы, ул. Розыбакиева, 127, тел./факс +7 (727) 346 84 41, e-mail: kursiv@kursiv.kz, представительство в Нур-Султане: пр. Кунаева, д. 12/1, БЦ «На Водно-зеленом бульваре», ВП-80, 2-й этаж, оф. 203, тел. +7 (7172) 28 00 42, e-mail: astana@kursiv.kz. Подписные индексы: для юридических лиц – 15138, для физических лиц – 65138. Газета зарегистрирована в Министерстве информации и коммуникаций Республики Казахстан. Свидетельство о постановке на учет No 17442-Г, выдано 9 января 2019 г. Приложение отпечатано в типографии Print House Gerona, г. Алматы, ул. Саптаева, 30а/3, офис 124. Тираж 8 000 экз. Информационная продукция данного печатного издания предназначена для лиц, достигших 18 лет и старше. Иллюстрация на обложке: Илья КИМ.

Наведи камеру телефона на QR-код и перейди на страницу Kursiv Research





Фото: Илья Ким

Неоконченная пьеса для экономической дисциплины

Базовая ставка сегодня составляет 14,5%, и об эту цифру уже сломано немало копий. Чтобы взвесить все за и против, мы организовали специальный круглый стол, посвященный инфляционному таргетированию в РК и пределам эффективности базовой ставки. Трех с половиной часов напряженной дискуссии экспертам и участникам рынка, однако, оказалось недостаточно для консенсуса – очевидно, заседания будут продолжаться.

Действующие лица



Сабит ХАКИМЖАНОВ,
советник председателя правления
Нацбанка



Галим ХУСАИНОВ,
председатель правления
АО «Банк ЦентрКредит»



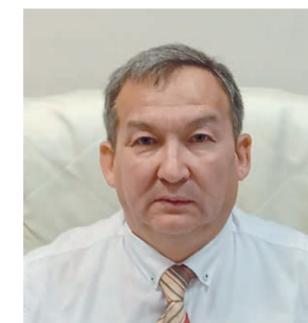
Рахим ОШАКБАЕВ,
директор Центра прикладных исследований
TALAP



Ерлан МУКАШЕВ,
бизнесмен, владелец молла «Апорт»



Яна ШОЙБЕКОВА,
СЕО компании CITIX



Магбат СПАНОВ,
доктор экономических наук, профессор



Алишер КОЖАСБАЕВ,
экономист



Максим БАРЫШЕВ,
основатель группы компаний «Учет»



Данияр ОРАЗБАЕВ,
инвестиционный аналитик
АО «Freedom Finance»



Эльдар ШАМСУТДИНОВ,
экономист, исполнительный директор DM



Алмас ЧУКИН,
независимый экономист, член совета
директоров Visor Kazakhstan



Елена БАХМУТОВА,
председатель совета Ассоциации
финансистов Казахстана



Дэвид НАЙТ,
ведущий экономист и руководитель
программ по Центральной Азии Группы
глобальных практик по улучшению
финансов, институтов и обеспечению
равенства возможностей
Всемирного банка

Сабит ХАКИМЖАНОВ:

– Инфляция – процесс крайне разносторонний, со множеством игроков, и в стандартных моделях многие факторы, влияющие на инфляцию, просто не учитываются – по крайней мере, в таких странах, как Казахстан, с малой и сырьевой экономикой. Да, мы с 2016 года превратили базовую ставку в инструмент, на который мы нацеливаем денежный рынок. Для того чтобы выйти на цели по инфляции, Нацбанк устанавливает ставку в тех рамках, которые объективно задаются внешними условиями. Во всем мире существует иерархия денег: есть резервные активы центральных банков ведущих стран, есть свободно конвертируемая валюта, так называемые деньги второго уровня, и есть резервные деньги национальных банков, которые не являются свободно конвертируемыми. И тенге – одна из таких валют. Стоимость ее во многом зависит, например, от ставок в инвалюте, от форвардных ставок, и эти форвардные ставки тоже отражают ожидания рынка по валютному курсу, по инфляции. Если мы посмотрим на дифференциал инфляции с другими странами, это тоже один из долгосрочных факторов, который не так быстро, но тем не менее влияет. Эти факторы необходимо учитывать, ибо альтернативой является риск высокой долларизации. Нет никакой гарантии, что если мы отойдем от определенных принципов защиты курса, то этот риск не реализуется, что станет большим провалом с точки зрения финансовой и ценовой стабильности.

Основные соображения макроэкономической политики – это выбор между потреблением сегодня и потреблением завтра. Если вы готовы терпеть риски, то решения могут быть совершенно иными, однако ответственная макроэкономическая политика предполагает, что вы не дисконтируете будущее слишком сильно – и это определяет более долгосрочные приоритеты.

Мы видим, что весной этого года ставки на биде подскочили и резко возросла стоимость страхования от ослабления тенге – для тех участников, у которых обязательства в долларах. В этот момент нельзя было отреагировать иначе, поскольку возникала соответствующая угроза.

Для того чтобы Центральный банк мог убедительно проводить свою политику и предупреждать такого рода атаки, у участников рынка – в том числе офшорного рынка форвар-



Фото: Depositphotos/leatherman

дов – должно быть понимание того, что ЦБ готов отреагировать на любые угрозы должным образом. Если Центральный банк не способен объяснить свою готовность поднимать ставки в условиях, когда нужно (а сейчас именно такие условия), то эффективность резко ослабевает, потому что мы работаем на ожиданиях. Независимость – это идеал, к которому мы стремимся, но реализовать независимость в случае, когда у ЦБ или государственной политики нет достаточно широкой поддержки, крайне сложно. Устойчивость и убедительность политики резко ослабевают без поддержки – мы видели, что происходило в Турции, таких примеров много.

Казахстан не просто сырьевая экономика – ресурсы в основном принадлежат государству. И когда у нас резко возросли сырьевые ресурсы, государственные расходы росли намного быстрее. Подобная история продолжалась на протяжении последних двадцати лет, когда темпы роста госрасходов стабильно превышали

20%, вплоть до 2012 года. Это намного выше, чем сумма целевой инфляции и темпов роста ВВП. Расхождение происходит за счет реального усиления обменного курса – а вместе с ним усиливаются и симптомы голландской болезни, падает конкурентоспособность, страна теряет способность вырваться из сырьевой ловушки. Поэтому задача здесь – ограничение темпов роста государственных расходов, фискальная политика должна быть более сдержанной, что приведет к снижению инфляции.

В периоды нефтяного роста мы не видим инфляцию, потому что финансируем дефицит. Разница между дефицитом и нефтяным дефицитом – это та часть дефицита, которая финансируется за счет нефтяного фонда, порядка 10%. Для дальнейшего роста нам следовало бы поддерживать эту десятипроцентную разницу – но чем дальше растет экономика, тем больше необходимость в ее финансировании с помощью нефти.

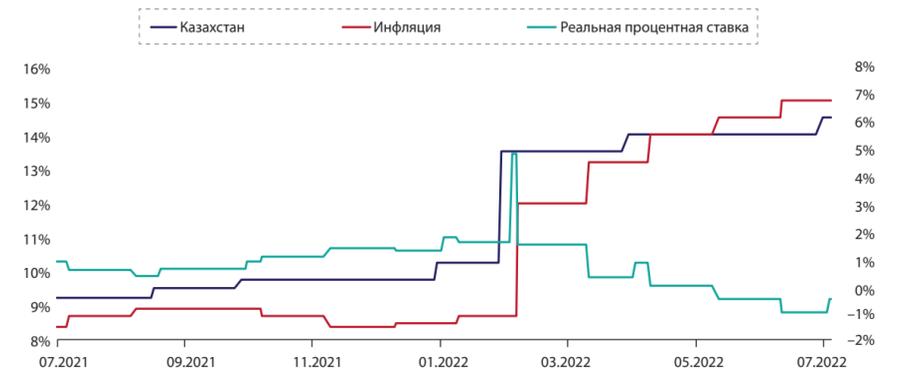
Перспективы роста с помощью такого нефтяного финансирования ограничены возможностями Национального фонда. Тем более этот рост связан не с производственными способностями, но с разного рода потреблением.

Фискальные правила, которые позволяют отойти от этой схемы, сокращают объем финансирования за счет нефтяных доходов, стабилизируют трансферт и уменьшают темпы роста государственных расходов.

Вообще, у меня и многих моих коллег возникает ощущение, что наблюдатели не совсем понимают, как работает кредит и как он связан с ДКП. Качество кредита определяется в момент его погашения. Способность заемщиков погасить кредит ограничена, как и само их количество. Когда мы ставим задачу увеличить и стимулировать кредит, нам нужно учитывать, способна ли экономика его абсорбировать. Способность банка абсорбировать кредитный риск, конечно, зависит от капитала, способности банка отсеивать некредитоспособных заемщиков, но в целом равновесное значение кредита – это величина, которая зависит от предложения, а не от спроса. Среди малого бизнеса в этом смысле риски значительно выше. Чем больше стоимость фондов, тем банкам невыгоднее предлагать кредит по более низкой ставке. С другой стороны, чем больше ставка, тем больше заемщиков, которые в принципе не планируют возвращать кредит.

Если Национальный банк неправильно установит базовую ставку и она окажется слишком низкой, мы увидим либо уход в валютные депозиты, либо перебазирование из банковского сектора в другие активы. Поэтому проблема снижения стоимости фондов решается только через снижение инфляции.

Базовая ставка и CPI (левая шкала); Реальная ставка (правая шкала)



Источник: Нацбанк, Бюро национальной статистики

Ерлан МУКАШЕВ:

– Что ж, мы сейчас прослушали хороший теоретический курс. Только по сути это откат на 23 года назад. В 99-м у нас в последний раз была такая ставка и такая инфляция. Все мы прекрасно знаем, как формируются коммерческие ставки банков второго уровня: это плюс 1,5–3% годовых в лучшем случае, то есть для потребителей ставки уже сейчас доходят до 20% годовых. Я не знаю ни одного сектора экономики, кроме сырьевого, который генерит такую доходность. В основном доходность – 10–20% годовых, соответственно, с такими ставками развивать бизнес в Казахстане не-воз-мож-но. Предприниматели либо выжидают, либо stagnируют, либо пользуются субсидиями госинститутами развития.

Наша инфляция – это результат глобального фактора, следствие рекордной инфляции в США и еврозоне. Вы не можете регулировать базовую ставку Нацбанка инфляцию в Казахстане, не производя ничего фактически. А Казахстан ничего интересного не производит. Я это точно знаю, мы продаем товары и услуги в нашем молле, и основная категория товаров – это импорт, а он инфлирует по всему миру, поскольку планета Земля два года из-за пандемии ничего не производила в сфере товаров и услуг, но выпустила очень много денег.

Я бы предложил провести деноминацию один к тысяче – таким образом мы бы имели хороший высушенный тенге, да и смешно наблюдать такое количество миллионов-чиновников, это подрывает уважение к национальной валюте. Базовая ставка не должна быть выше 5%, а коммерческая ставка по кредитам – выше 7–8%. Это позволит сократить огромное количество искусственного субсидирования на рынке.

Людям должны быть невыгодны депозиты. Необходимо, чтобы они вкладывали их в фондовый рынок, недвижимость, реальную экономику. Без дешевых кредитов невозможно развитие экономики. Простой постулат, его еще Адам Смит сформулировал: чем выше ставка кредитования, тем хуже развивается экономика. В нашем случае сегодня экономика не развивается вообще. Проводить совещания правительства по телевизору, не будучи в регионах, строить развязки возле торгового центра по десять лет и рассказывать сказки про белого бычка и стратегии прекрасного будущего никому не интересно – за 30 лет устали от этого.

Предлагаю также перевести Нацбанк РК в Алматы – есть прекрасные здания акиматов. Я вообще считаю, что Алматы нужно развивать как финансовый хаб, а Нур-Султан – как административную столицу, тому есть хорошие примеры: Нью-Йорк и Вашингтон, Стамбул и Анкара и так далее.

Политику управления Нацфонда необходимо реформировать по примеру Норвегии. Сейчас вы держите 25% в equity, а 75%, по-моему, в облигациях и долговых инструментах. Я бы поменял пропорцию с точностью до наоборот: 75 положил в equity. Почему бы не отправить группу Нацбанка на стажировку в Норвегию. Думаю, это будет на пользу всем. Не хочу обижать ни коммерческие банки, ни Нацбанк, мы никакие не оппозиционеры, просто хотим сказать: Новый Казахстан нужно развивать по-новому.

Данияр ОРАЗБАЕВ:

– Снижение долларизации у нас не происходит при повышении базовой ставки, притом что долларизация вполне снижалась при ставке и 9%. Это свидетельствует о том, что базовая ставка не сильно влияет – для держателей депозитов важнее опять-таки стабильность курса. С февраля 2022 года резко снизился объем тенговых депозитов – вопреки тому, что базовая ставка повышается.

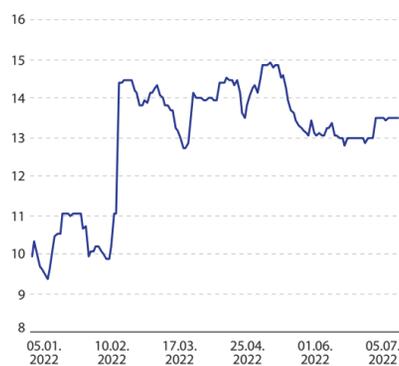
Доля нерезидентов в нотах очень низкая – впрочем, она исторически была не слишком высока. В целом же наблюдается готовность экономических агентов получать доходность ниже базовой ставки, что тоже о чем-то говорит.

Влияние ставки на объемы изымаемой ликвидности тоже не слишком велико – на этот параметр больше влияют ожидания рынка по



Источник: Национальный банк

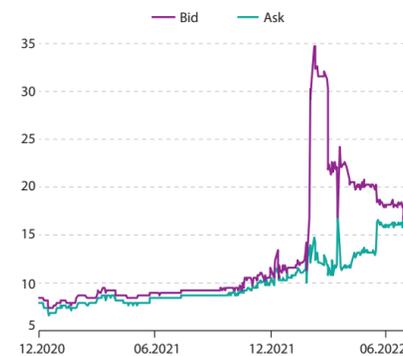
TONIA, %



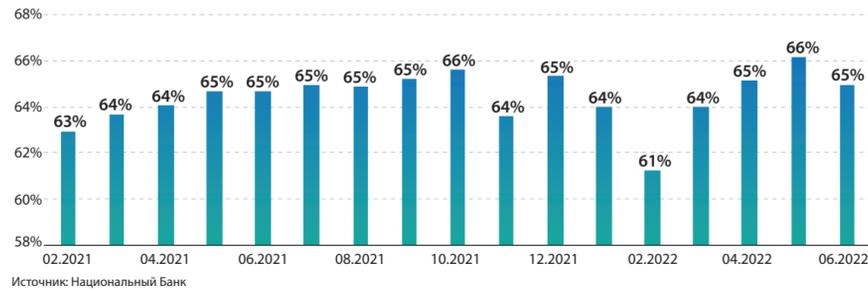
Доля валютных вкладов, %



NDF 1Y, %



Доля вкладов в тенге



дальнейшей динамике обменного курса. Как мне кажется, как только обменный курс стабилизировался, рынок стал активнее использовать инструменты ДКП. По госдолгу мы получаем меньшую доходность, чем базовая ставка.

Вообще, доля монетарной инфляции у нас довольно низкая – влияет импорт и различные внутренние факторы (например, производство продуктов питания).

Российский импорт тоже просто так не заменишь. Если у местного производителя возникнет желание заменить тот или иной товар из РФ, ему нужна уверенность в том, что курс рубля будет оставаться на высоте довольно долгое время. Такой уверенности у рынка нет, мы все понимаем, что российская экономика сама по себе достаточно нестабильна.

Таким образом, мы не видим особого влияния базовой ставки на кредиты и депозиты. Рынок готов получать доходность ниже базовой ставки – и дальнейший ее рост, продиктованный инфляцией, будет иметь все меньшую эффективность.

Рахим ОШАКБАЕВ:

– Эффективность – это слабо сказано. Мое твердое убеждение состоит в том, что денежно-кредитная политика, которая практикуется здесь с 2015 года, она даже не контрпродуктивна, а, я бы сказал, катастрофически деструктивна.

Не хочу ударяться в жанр «мы же говорили», но ведь в 2015 году, когда только переходили к этому режиму и велись разные отчаянные споры, мы уже указывали на весьма маргинальное сочетание инфляционного таргетирования и свободно плавающего валютного курса. В условиях нашей маленькой замкнутой экономики, которая очень зависима от экспорта сырья, цены на ко-

64% населения оценивают рост цен выше официальной инфляции

На сколько именно, по Вашему мнению, выросли цены на товары и на услуги за прошедшие 12 месяцев?



торое априори волатильны, подобное сочетание может привести к катастрофическим последствиям, в первую очередь в связи с систематическим обрушением доходов населения и потерей уверенности в росте своего благосостояния.

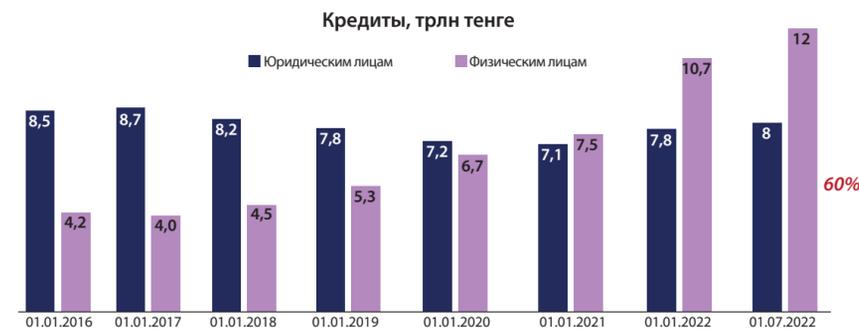
Что, в принципе, и произошло.

Итак, официальная инфляция в ходе данного эксперимента выросла до 15%. Здесь имеет смысл совершить экскурс в прошлое: а что нам обещал Нацбанк за истекший период? Господин Акишев, помните, грозился довести уровень инфляции к 2020 году до 4%, чего, очевидно, не случилось. В 2021 году божились, что инфляция через год вернется в коридор 4–6%. Тоже мимо. Сейчас главный приоритет правительства и Нацбанка – это обуздание продовольственной инфляции. Но это сизифов труд, проблема всегда актуальна, но ее пытаются решать старыми инструментами, которые не дают никакого эффекта, и все повторяется как кошмарный сон. Из последних обещаний Нацбанка, которые точно не сбудутся, – прогноз о 7,5–9,5%.

Мы все понимаем, что есть официальная и субъективная инфляция.

Если мы говорим о субъективной, то 64% населения оценивают ее выше официальных данных, это дает повод предположить, что текущие цифры инфляции занижены. Коллеги уже обратили внимание на то, что ключевой фактор инфляции – это удорожание импорта. Но мы утверждаем, что на инфляцию влияет не только ослабление национальной валюты, но и ее волатильность, так называемый эффект храповика (храповик – механизм, не позволяющий колесу проворачиваться в обратную сторону. Ряд экономических показателей (например, цены), увеличившись в краткосрочном периоде, не обязательно снижаются до первоначального

60% кредитного портфеля БВУ составляют кредиты физическим лицам, выдача которых слабо зависит от базовой ставки



уровня. – «Курсив»). Девальвационные ожидания традиционно высоки. Если тенге ослабляется, то импортные товары, естественно, дорожают. Однако если он вдруг укрепляется, то экономические агенты не верят в долгосрочность подобной перспективы и держат цены на том же уровне, закладывая высокий риск. В итоге тенге действительно ослабляется. Это одно из фундаментальных последствий проводимой политики под названием свободно плавающий, а на самом деле свободно падающий курс. Девальвационные ожидания всегда остаются высокими, в итоге мы теряем доверие к национальной валюте, что и служит ключевым фактором долларизации. Плавающий курс – это важнейший проинфляционный фактор. Если тенге ослаб к рублю на 60%, соответственно подорожал импорт из России, что тоже является проинфляционным фактором. Притом что корреляции курса тенге с ценой на нефть почти нет – в отличие от того же рубля.

Вклад монетарных факторов составляет менее 50%, это совпадает с выводом коллег из Freedom Finance. А коль скоро основные факторы немонетарные, то возникает вопрос: насколько рационально пытаться бороться с инфляцией, ограничиваясь только базовой ставкой?

Насколько безальтернативно, как утверждает Национальный банк, сочетание свободно плавающего курса с инфляционным таргетированием? Согласно последнему обзору МВФ, самым распространенным режимом является все же таргетирование валютного курса, в то время как политику плавающего курса применяют только 32 страны, а из них только десять перешли на режим инфляционного таргетирования, в основном это развитые страны, и только два девиантных случая – Россия и Казахстан. У нас даже есть конспирологическая версия, почему так произошло: вероятно, это такой закрытый клуб адептов МВФ.

При катастрофическом снижении кредитования экономики тезисы о том, что экономика не может абсорбировать кредиты, выглядят достаточно странно. Возможность абсорбировать кредит зависит все-таки от его стоимости.

Я согласен с коллегами: происходит глобальный трансферт благосостояния от домохозяйств и предпринимателей в сторону финансового сектора – и базовые параметры этого задаются нашей подражательной монетарной политикой.



Портфель льготного и субсидированного кредитования в прошлом году составил 3,4 трлн тенге. Полагаю, что этот эрзац и субститут является дополнительным проинфляционным фактором, который к тому же имеет альтернативные издержки – эти 3,4 трлн тенге могли бы финансировать гораздо более важные вещи, будь то социальные расходы или, например, детские сады. У нас 900 000 детей в возрасте от года до шести не ходят в сад!

Что до долларизации, то ее уровень все равно остается высоким, и часть валютной наличности уходит из банковской системы условно в ячейки. При ставке в один процент держать их на депозитах вообще смысла нет. Поднимите руки, кто из присутствующих держит доллары под один процент в нашей банковской системе.

Елена БАХМУТОВА:

– Рахим, а что, было бы легче, если б одноmomentно 15 июля тенге девальвировался? А он бы все равно девальвировался – без этого невозможно было сбалансировать рынок. Либо это происходит постепенно через ожидания, как сейчас, либо одноmomentно. На мой взгляд, для предпринимателей ничего не изменится. А поддерживать фиксированный курс у нас возможности как у страны нет.

Вот Рахим сейчас критиковал людей за то, что они якобы не отвечают за свои слова, но можно посмотреть и на прогнозы социально-экономической политики, которые менялись два раза в год, и никто почему-то не считал нужным смотреть, в какой мере они соответствуют прошлым высказываниям. Уровень персонала НБ заметно отличается от других государственных органов, и если можно кому-то доверять, так это тем отчетам, которые публикует Национальный банк.

Чистые финансовые активы государства в процентах к ВВП в 2022 году составляют 2,5%. Такого никогда не было. В самые тяжелые годы было 11,3%, а в лучшие времена цифра доходила до 40,2%.

Это означает, что наше государство живет не по средствам. После 2015 года Нацфонд про-

едается просто катастрофическими темпами, что представляет угрозу устойчивости. Трансферты из Нацфонда составляют 4,5 трлн тенге, и я сильно сомневаюсь, что в будущем году эта сумма уменьшится.

Насколько эластичен у нас процентный канал и вообще трансмиссионный механизм? Не вполне.

Есть ли в этом вина только Нацбанка? Нет.

У нас впервые за долгие годы за первое полугодие идет профицит текущего счета. \$6,6 млрд. То есть по идее у нас должно быть укрепление обменного курса. По факту мы видим снижение. Кроме того, произошло снижение валютных активов Нацфонда, а также снижение золотовалютных резервов.

Получается, что у нас, несмотря на улучшение торгового баланса, несмотря на положительный текущий счет, есть ожидание по снижению курса тенге.

У нас есть биржевой и небиржевой курс. Порядка 20% – это торги на бирже, и 80% идет вне биржи. Я дала себе труд посмотреть высказывания Нацбанка. Все, что он продает для целей перечисления трансфертов из Национального фонда, он делает только на бирже. Если идут какие-то вливания, это тоже происходит на бирже.

Посмотрим последние цифры, недавно госпожа Молдабекова давала комментарий, начиная с 2020 года на бирже продавалась валюта для целей пополнения трансфертов из Нацфонда. Где-то она варьировалась в диапазоне от \$500 до \$700 млн. В июле опубликованы точные данные: это \$599,2 млн.

Общий объем трансферта – 518 млрд тенге. Все остальное, что было перечислено в бюджет в виде трансфертов, шло за счет тенговых поступлений в Нацфонд и остатков, которые там были. Плюс есть валютная выручка, которую продает квазигосударственный сектор. Это \$543,9 млн.

Вот, наверное, и все, кого мы видим в качестве продавцов валюты в Казахстане. Несмотря на огромные суммы экспорта, валютная выручка,

которая прямо влияет на ожидание по курсу, больше базируется на этих цифрах. Но, повторюсь, 80% – это внебиржевые торги, которые вообще-то не должны оказывать влияние на курс.

Мой вывод из этих цифр: скорее всего, у нас есть ожидание по дальнейшему обесцениванию тенге.

Влияет ли на это базовая ставка? Напрямую, поскольку нет положительной ставки с точки зрения депозитов.

Поспорю с коллегами, которые делали вывод, что базовая ставка никак не влияет на рост кредитования физических лиц. Влияет!

Понятно, что инфляция имеет совокупные факторы, но они при этом точно монетарные.

За прошлый год МЗ выросла почти на 24%, причем, по заключениям эксперта, это было связано с продажей золота и увеличением кредитования физических лиц (не только потребителей, в том числе и ипотеки).

То есть какой-то фактор монетарный, безусловно, присутствует.

Почему у нас не работает в должной мере трансмиссионный канал через процентный канал? Базовая ставка прямо влияет на валютный рынок, а он в свою очередь влияет на ожидание депозиторов в большей степени, чем все остальное, и косвенно влияет на кредитный канал. Но здесь эластичность снижена.

Вторым инструментом эффективной ДКП является управление государственным долгом. Попробуем дать себе отчет: у нас вообще-то эффективно работает канал управления госдолгом? Начнем с того, что вообще покупает госдолг? Представители Freedom Finance утверждают, что якобы контрагенты готовы покупать его даже по пониженной ставке. Но это не так! Посмотрите в отчете по финансовой стабильности: у нас количество участников 4,4%, и это, между прочим, повысилось по сравнению с прошлым годом, когда было 3,8%. А кто там участник? ЕНПФ! Сорок процентов. Дальше это клиенты Нацбанка – 16%, это, я так понимаю, внебюджетные фонды. То есть получается, что 56–57% – это те, которым все равно, что они держат в портфеле. Они не заинтересованы в ликвидности, и полагаются на их суждения можно только опосредованно.

В 2024–2025 годах предстоят огромные погашения по еврооблигациям. Как их будет гасить бюджет – никому не приходит в голову.

У нас нет должной координации между фискальными и монетарными органами на уровне даже этого элементарного инструментария управления государственным долгом. Поэтому для начала само Министерство финансов должно больше прислушиваться к участникам рынка – и совсем они, кстати, не готовы покупать госбумаги по пониженной ставке. К сожалению, Минфин по-прежнему таргетирует ставку вместо того, чтобы таргетировать объем. Они заинтересованы в привлечении некоторого объема для финансирования дефицита бюджета, а ставку должен определять рынок. Но рынок будет определять его только в том случае, если там будет достаточное количество игроков, которые заинтересованы в последующей ликвидности рынка государственных ценных бумаг.

Да, присутствие нерезидентов влияет, но оно очень волатильно – от 7 до 2%.

Слава богу, что присутствие нерезидентов в нотах стало меньше! Оно должно быть в ГЦБ,

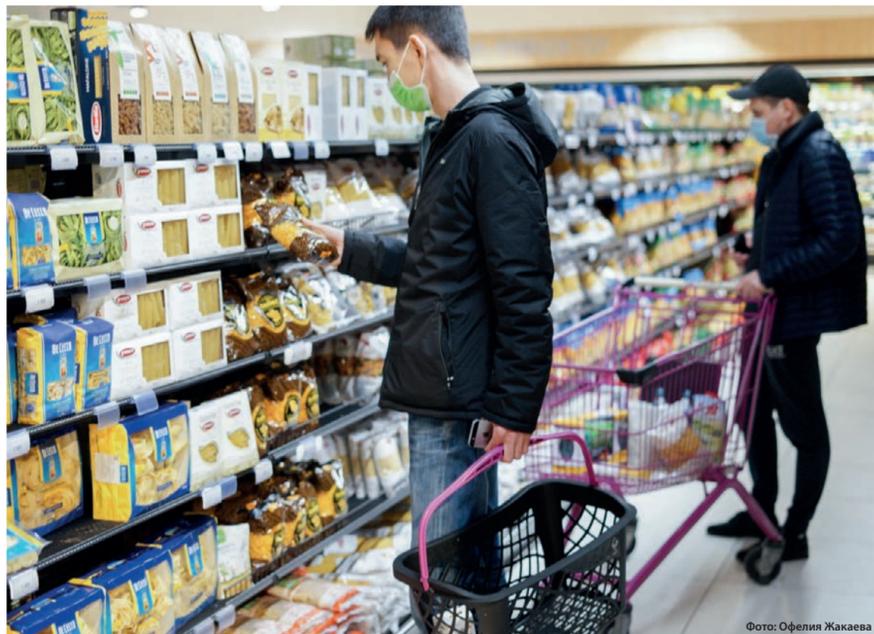


Фото: Офелия Жакаева

минфиновских бумагах, а ноты, в свою очередь, должны выпускаться на 28 дней, как сейчас делает Национальный банк, – или абсорбировать ликвидность через семидневные опционы, это абсолютно правильно.

Мы все время говорим, что банки не кредитуют экономику. Раньше такого кредитования напрямую посредством бюджета или квазигоссектора не было, а сейчас оно появилось. Как недавно БРК победоносно заявлял, 50% кредитов корпоративного портфеля банковского сектора выдает Банк развития. Это за пределами банковского сектора, он не является банком второго уровня. Разве это хорошо?

Это говорит о том, что часть кредитующих организаций за пределами банков второго уровня базируется не на основном фондировании, то есть не на основном канале депозитов фондирования, который связан с этой базовой ставкой. Она связана с бюджетом. Бюджет налево и направо выдает бюджетные кредиты. Вот выдали 200 млрд бюджетного кредита под 0,03% Фонду промышленности. Он их вернет. Через 15 или 10 лет, точно не помню. Но скажите, пожалуйста, что произойдет с 200 млрд тенге через 10 лет, притом что у нас тот же самый Минфин занимает под 13% эти 200 млрд? Он их отдал под 0,03%, и он их вернет, так и быть, в Фонд промышленности через 10 лет, если тот доживет до того времени.

Таким образом идет разрушение стоимости. Обслуживание госдолга сейчас доходит до 13,5% от дохода бюджета за минусом трансфертов из Нацфонда. Но 15% – уже предельная величина, дальше идет неустойчивость. Теперь считайте, вот сейчас у нас 725 млрд пошло на обслуживание госдолга. В бюджете заложено триллион двести – понятное дело, не хватит, придется корректировать, будет порядка триллиона четырехсот. Любые будущие бюджетные кредитования или финансирование через уставный капитал квазигосударственного сектора – это все будущие обязательства бюджета.

Нужно начинать с того, чтобы жить по средствам и выполнять свои собственные

обещания – или по крайней мере обещания своих предшественников.

Нужно четко осознавать, что означают сегодняшние траты бюджета для будущего поколения. Нужно отказаться – пусть это поначалу и болезненно – от всех государственных программ, которые напрямую предоставляют фондирование за счет бюджетных средств, не связанных с рыночной стоимостью денег. Тогда эффективность процентного канала, а потом и кредитного, начнет работать.

Эльдар ШАМСУТДИНОВ:

– К упомянутому тут вопросу об альтернативном измерении цен – мы как раз решили самостоятельно замерять инфляционные ожидания и перейти от опросов, которые могут со-



держат определенные когнитивные искажения, непосредственно к постам и комментариям в фейсбуке, учитывая аккаунты, зарегистрированные в Казахстане, на казахском и русском языках.

Чаще всего люди сетуют на рост продовольственных цен. Есть сезонные всплески. Так, например, в августе – сентябре люди начинают жаловаться на рост цен на образование, в карантин жаловались на рост цен на медслужбы. В 2020 году стало больше нейтральных упоминаний, но это не значит, что люди радуются росту цен. Скорее они рассчитывают на то, что дальнейшего повышения не предвидится. К 2022 году комментарии сократились в разы, но они стали острее и злее – люди конкретно жалуются на все: выросли в цене сахар, ГСМ, яйца.

И если раньше жаловались женщины, то в 2021 году к ним присоединились мужчины 25–44 лет, вполне реактивная аудитория. К 2022 году аудитория вообще стала очень зрелой мужской – 35–44 года и 45–59 лет.

Интересно, что экспертам верят и именно они формируют ожидания. При этом эксперту совершенно необязательно выступать в СМИ и быть экономистом – достаточно просто иметь определенный социальный капитал. Вчера он рекламировал чемоданы, сегодня он рассказывает про экономику – для нас это нормально, ему доверяют. Главное, чтобы его риторика была интуитивно доступной и немножко непонятной. При этом как только человек называет



себя финансистом, доверие к нему резко падает – нужно представляться именно экономистом.

Алмас ЧУКИН:

– Я не просто экономист, я ценовик. Для меня цены – главный сигнал экономики. Высокая цена дает сигнал росту производства, низкая – дает кривую неприбыльности, в этом смысле результат тридцатилетнего подавления цен на газ очевиден. Если мы держим низкие субсидированные цены на газ, который стал косвенной причиной январских событий, поэтому газа в стране-то и нет.

Я постоянно твержу о том, что у нас под экономикой лежит огромная мина, потому что 30 лет политики засыпали острые вопросы деньгами. Там проблема – давайте дадим субсидию, здесь проблема – еще. У нас очень мало что осталось, что не зависело бы от государственного субсидирования или регулирования цен. Когда мы говорим о сегодняшней инфляции, которая, кстати, на мой взгляд, идет вниз, думаю, мы прошли пик и, честно говоря, мы 14% годовых недоберем. Но худшее у нас впереди, если мы начнем размораживать наши цены и возвращать их к реальному уровню. Возьмем последнее решение Минэнерго. Сто литров дизеля в день будут наливать человеку по правам. В принципе, это открытый призыв к жуткой спекуляции и коррупции, то есть 400 – реальная цена, а 200 – в подарок от государства. Я понимаю государство: деваться ему некуда, так как если сегодня задраить цены до 400, то мы получим реакцию похлеще января. Но эта западня нас ждет, и мы к ней так или иначе движемся.

А бюджетные правила – это просто костыль, который мы себе придумываем. Это примерно как алкоголь, пытаюсь завязать, устанавливает себе правило «не больше двух рюмок с утра». Тут я полностью согласен с Бахмутовой – она хорошо раскрыла этот диссонанс, когда у нас монетарная политика служит попыткой вылечить фискальную. Не спасут нас никакие бюджетные правила, потому что мы их тут же нарушим. Кроме того, правила вообще не работают в экономике – в экономике работают умные головы. А вот с господином Ошакбаевым я ни в чем не соглашаюсь уже последние семь лет. Возьмем его любимый тезис про фиксированный курс. Но если фиксироваться к доллару, мы бы приобрели американскую инфляцию. Даже если брать идеальную страну с фиксированным курсом Эмираты, они тем не менее притаскивали свои 4%. Фиксированный курс – это не панацея ни от чего.

Галим ХУСАИНОВ:

– Вся инфляция завязана на производительности труда. Если темпы нашей производительности будут ниже – а они ниже – тех стран, откуда мы импортируем товар, у нас будет перманентная инфляция, это закон природы.

Любой фиксированный курс в Казахстане неизбежно приведет к девальвации. Мы можем зафиксировать лаг в пять лет – после опять мы опять обесценим валюту. Если мы возьмем исторический отрезок в десять лет, то инфляция была 7,5% – наверное, это и есть наш предел, ниже которого мы никогда не спустимся, что бы ни делал Нацбанк. Дальше нужны структурные

реформы, и начинать нужно с институциональной среды – об этом много говорят, но действий мало, по крайней мере банкиры на себе этого не ощущают.

Бюджетные расходы у нас приводят не к росту экономики, а к росту потребления.

Простые вещи производительными не могут быть в теории. Производить 10 тысяч тазаков и миллион тазаков – это разные вещи. В этом смысле мы никогда не будем конкурировать с Китаем. То же самое, когда мы стараемся построить верхнеуровневую экономику, привозить сюда сборочные производства, разливать соков, табак делать. Это тоже не производительная экономика, и она не принесет нам никакой выгоды. Так мы обходим налоги и пытаемся здесь увеличить спрос, просто идет давление на импорт.

То же самое в строительстве. Если мы стимулируем строительный сектор, мы не можем искусственно покупать квартиры до тех пор, пока не научились зарабатывать.

Мы выдаем дешевые субсидии, но это искусственное наращивание экономики с одно-разовым эффектом, мы не получаем никакого мультипликатора. Мы можем свести инфляцию к 10%, даже к 8%, но кредита по запросу бизнесменов под 7% в ближайшие десять лет при текущей политике точно не будет, это невозможно.

Стоимость фондирования напрямую зависит от инфляции. Сабит весьма наглядно рассказал об этом. Однако стоимость риска зависит полностью от институциональной среды – пока мы не сделаем ее нормальной, стоимость риска будет высокой. У нас сейчас в корпоративном секторе стоимость риска минимум 3%, а то и выше. И все идет к тому, чтобы ухудшить среду по взысканию кредитов. Это связано с запретом на взыскание жилья, сложно банкротить, запрещают торги и так далее.

Другая проблема – премии, которые банки закладывают себе как маржу. Но маржа зависит от конкуренции. Но наш суперконцентрированный банковский сектор не позволяет ей развиваться. У нас в стране сейчас осталось 22 банка,

причем на первую десятку приходится 95% кредитного портфеля страны. Соответственно, если у меня есть возможность закладывать премию в 5%, я и буду ее закладывать. Только если мой конкурент поставит два, но у меня конкурента нет. Откуда тут взяться дешевому кредиту?

Максим БАРЫШЕВ:

– Большая инфляция – это в первую очередь сигнал населению: покупай сейчас, а то станет дороже. Что говорит увеличение ставки НБ? Наоборот, больше откладывая на потом, экономь. Но это работает в определенных экономиках и при условии, что у населения есть излишек денег. У нас же сейчас 60% закредитованности населения.

Алишер КОЖАСБАЕВ:

– Я, кстати, во всем согласен с Еленой Леонидовной, кроме одного – что невозможно снизить расходы госбюджета. Я вот возглавляю комиссию по бюджету в Министерстве индустрии, и поверьте, сокращать есть много чего. Я, например, не понимаю смысла существования в нормальной экономике Банка развития Казахстана и особенно его дочерней организации «БРК-Лизинг». Когда Нацбанк пытается стоимость денег увеличить, они, наоборот, создают дисбалансы в экономике.

Инфляция у нас действительно по преимуществу завезенная. Это и неудивительно в условиях, когда 25% всей долларовой массы, когда-либо напечатанной человечеством, импортировали.

Пора честно признать, что сегодняшняя инфляция – проблема больше экономическая, а не финансовая, это проблема отрицательного платежного баланса. А опять-таки согласен с Еленой Леонидовной, что кадровый состав Национального банка выше, чем во многих государственных органах, но тем не менее я иной раз не понимаю их логики, когда читаю в новостях, что Нацбанк собирается снизить



Фото: Офелия Жакаева

какой-то спрос. НБ, видимо, не понимает, как народ живет, и давно на базар не ходил – там никакого спроса снижать не надо. Я понимаю, почему Нацбанк повышает ставку, но я в оппозиции к тотальной рассогласованности государственных политик.

Казахстан – страна с такой маленькой экономикой и такими огромными богатствами – ежегодно прирастает медленнее темпов роста мировой экономики! Что нужно для ускорения? Растить малый и средний бизнес. Нам нужны новые крупные предприятия, не созданные государством, так как они не работают. Нужно, как в нормальных странах, вырастить нормальный МСБ, дать ему стать крупным и выйти на экспорт.

Правительство рапортует о бешеном росте доли МСБ в ВВП. У нас действительно бешеными темпами растет количество зарегистрированных предприятий МСБ. Вот только все это фикция, потому что число занятых людей за все эти годы бешеного роста практически не увеличилось. Кто ж там работает во всех этих зарегистрированных компаниях? Говорят, что созданы хорошие условия, введены мораторий на проверки, увеличились субсидии. Я вам как практикующий предприниматель скажу, что это полная ерунда – новых предприятий появилось очень мало, это в основном старые возобновили работу. А почему возобновили? Да просто снижается порог по НДС, поэтому приходится доходы делить на разные ипэшки, чтобы порог не переходить – вот и весь рост МСБ в нашей стране. У меня у самого на десятке компаний стало больше, что вполне закономерно.

Я не верю в так называемый индекс производительности труда, поскольку у нас Министерство труда само же его и разработало. Есть куда более внятный показатель – произведенный ВВП в час в долларах. Например, в ЮАР это \$22 в час, в России – 26,5, в Южной Корее – 37, в Норвегии – 99. У нас – одиннадцать! Кто тогда обеспечит рост ВВП своими руками? Нам нужно просто фантастически увеличить производительность труда.

Яна ШОЙБЕКОВА:

– Все, что я сегодня слышу, – это верхнеуровневые ощущения от того, что происходит на самом деле. Для того чтобы эффективно развивать бизнес, нужно идти не сверху вниз от показателей, но наоборот – снизу вверх. У нас же на все беды, будь то пандемия или война соседнего государства, один ответ: а давайте бизнес загрузим. Завтра деньги кончатся, ну давайте налоги повысим – все как пять веков назад.

Если посмотреть на сырье как на реальные инвестиции, считаю, что управляют ими совершенно неправильно. А по поводу ставки всем и так понятно: ни один адекватный бизнесмен не пойдет за ставкой в 20%. А субсидии по всем программам закончились еще в марте, господа. Кажется, это называется рекурсия – ходим по кругу, обсуждаем и ничего не решаем. Вместо того, чтобы ходить по кругу, мне кажется, стоит сосредоточиться на правильной циркуляции денег в стране.

Магбат СПАНОВ:

– К вопросу о хождении по кругу. Я живу в эпоху реформ с 86-го года, когда еще был

студентом, и, честно говоря, уже подустал. Конечно, все цифры, которые тут прозвучали, они правильные, но мы забываем еще об одной цифре – впервые в Казахстане число бедных превысило 2 млн человек. Впервые появились голодающие, по статистике – 0,7% населения! О каком росте экономики тут говорить?! Завтра не январь, завтра февраль будет. Не Октябрьская пока революция, но все же.

Я всегда был противником амнистии капитала, но, видимо, пришло время вернуться к этой практике: стране категорически не хватает денег. После января часть людей уехала из страны, я их назвал «Дубайский каганат», у них есть деньги, надо с ними договариваться, нужен национальный консенсус, а не сажать и рейдерством заниматься.

Еще один момент – частично ввести частную собственность на землю. Я как политэконом скажу: без этого фактора производства ни о каком росте производительности речи быть не может. Кроме того, мне кажется, пора уже прийти к закрытию «Самрук-Казыны». Получается, у нас три бюджета: республиканский, «Самрук-Казыны» и Нацфонда. Соответственно, правительство себя вольготно чувствует. Надо работать в этом плане. Что до инфляции, то без разницы, завозная она или нет, важна покупательная способность. Нам не нужны дешевые товары, нам нужны доступные товары.

Дэвид НАЙТ:

– 86-й год – это еще куда ни шло. Нынешний уровень мировой инфляции (и даже где-то стагфляции) скорее отбрасывает нас в 70-е. Хорошая новость состоит в том, что сейчас куда больше стран и центральных банков, включая Казахстан, исповедуют принцип таргетирования инфляции. Важно осознать, что в данном случае промедление смерти подобно – в 70-е годы центральные банки отреагировали на подскочившую инфляцию со значительным опозданием, поэтому спешно введенные тогда ставки были выше и болезненнее для бизнеса и сохранялись дольше. Все можно было бы обставить куда мягче, если бы центробанки спохватились

раньше. В современной ситуации все случилось более-менее вовремя, поэтому есть надежда, что мы совладаем с инфляцией в перспективе от года до трех лет.

Рахим ОШАКБАЕВ:

– Все это напоминает какую-то борьбу нанайских мальчиков. Вот у нас Досаев был первым вице-министром и утверждал тогда, что во всем Нацбанк виноват, не дает дешевых кредитов экономике. И что же? Как только он сам ушел в Национальный банк, сразу же подтвердилась старая казахская пословица: точка зрения зависит от кочки сидения.

Магбат правильно говорит: население-то беднеет. Эти два миллиона человек, они реально все перевернут, если ничего не изменится. Мы с вами игнорируем ключевого стейкхолдера. В январе у нас уже был февраль – если пользоваться аллюзиями на Февральскую революцию. У нас даже не голландская болезнь, а вид систематической политической коррупции, в которой все госуправление и регулирование подчинено целям создавать преференции определенной группе бенефициаров. Система не сломана, она хорошо работает, просто не в наших интересах, мы с вами всего лишь декорации этой системы. Елена Леонидовна, которая девять лет управляла всем финансовым надзором, сейчас воздевает руки к небу, мол, Нацфонд тратит не пойми на что. Хочется сказать: так ведь Нацфонд тратит на разгребание тех завалов, которые вы же и создавали! Целевой трансферт идет на спасение банков. Вы личной ответственности не чувствуете?

Иными словами, базовая проблема – политическая. Все люди, которые были причастны к управлению экономикой и потерпели фиаско, должны уступить место даже не другим людям, а настоящей значимой дискуссии со здоровым переходом на личности и взыванием к персональной ответственности. Другое дело, что такие дискуссии должны проходить как минимум в парламенте, пока мы не пересоберем нашу систему. Иначе мы встретимся с вами через год с теми же тезисами.



Фото: Depositphotos/xerbig

Деньги против бизнеса

Высокие процентные ставки сегодня на практике превращаются в субсидии коммерческим банкам – и есть лишь несколько способов преодолеть этот барьер и снизить нагрузку на госбюджет.

Текст: Тимур Турлов



Казахстан – открытая экономика, сильно зависящая от динамики мировых цен на товары импорта и экспорта и от динамики валютных курсов. Общий рост индекса потребительских цен в США за последние 12 месяцев выше 8% в годовом выражении, в ЕС – 7%. Индексы продовольственных цен там растут выше общего индекса, в то время как у нас доля продовольствия в потребительской корзине гораздо больше.

Ослабление (даже временное) курса доллара к тенге – второй проинфляционный фактор, негативно влияющий на внутренние цены импортируемой продукции.

В настоящий момент небольшие экономики являются прямыми заложниками денежно-кредитной политики развитых стран, их собственная свобода маневра во влиянии на инфляцию является крайне ограниченной при относительно стабильном валютном курсе.

Безусловно, высокие процентные ставки способны влиять на сберегательное поведение людей. Проблема в том, что в Казахстане группа таких сберегателей, чувствительная к изменению процентной ставки, составляет 300–400 тыс. человек. Дифференциал в процентных ставках между США и Казахстаном уже радикально превышает разницу в инфляции между странами. Разница между ставками по тенге и доллару (14 – 1 = 13%) и разница в инфляции (12 – 8 = 4%) указывают на радикально более жесткую ДКП в Казахстане.

На практике же высокие процентные ставки представляют собой субсидию в пользу коммерческих банков и граждан с доходом значительно выше среднего. Масштаб избытка данной субсидии (300–800 млрд тенге в год) обеспечивается

избыточными процентными расходами бюджета и квазигоссектора.

Господдержка на субсидирование процентов и роста ультрадорогих заимствований для обеспечения самих субсидий требует постоянного радикального увеличения, а это двойной удар по госбюджету.

Дороговизна кредита на оборотные средства сама по себе становится проинфляционным фактором.

Субсидирование само по себе является барьером, его предоставление замедляет процесс кредитования и существенно ограничивает гибкость финансовых институтов, не говоря уже об искривлении конкуренции. Доступность дешевых рыночных финансовых ресурсов – это главный фактор развития любого предпринимательства в стране.

Современное технологическое производство всегда требует крайне высоких капиталовложений, стоимость и доступность капитала критически важна для конкурентоспособности государства. Производство становится менее чувствительным к стоимости труда и даже к налоговым льготам и тарифам. При высоких процентных ставках мы проигрываем конкуренцию на размещение производства даже ближайшим соседям из-за колоссальной разницы в стоимости и доступности кредита.

Обеспечение кредитования по конкурентным процентным ставкам компаний сектора МСБ, производства, торговли, строительства критически необходимо для насыщения экономики товарами и услугами по приемлемым ценам, для роста деловой активности и сокращения неравенства. Доля кредитования бизнеса к ВВП в Казахстане с 2015 года

сократилась в 2 раза и находится на рекордно низком уровне.

Именно поэтому главным фактором реального экономического роста должна стать программа роста кредитования к уровню процента от ВВП до уровня стран на сопоставимом уровне развития. Что для этого необходимо?

Первое. Нормализовать денежно-кредитную политику, синхронизировать ее с торговыми партнерами, с поправкой на наличие/отсутствие индивидуальных шоков для каждой страны. Так, например, если, несмотря на инфляцию, соседи проводят мягкую ДКП, то мы должны поступать так же, чтобы сохранить конкурентоспособность экономики.

Второе. Национальный банк должен активно использовать ЗВР для сглаживания спекулятивных атак, но при этом позволять валютному курсу оперативно отвечать на изменение цен на ключевые товары импорта и экспорта, сглаживая шоки от падения цен на сырье через ослабление валюты.

Третье. При участии АФР рассмотреть контрциклическое смягчение пруденциальных нормативов при кредитовании ИП и юрлиц, создать дополнительные регуляторные стимулы для кредитования сегмента МСБ, четко описать и усилить роль Нацбанка как кредитора последней инстанции. Создать отдельные регуляторные льготы для банков по финансированию через РЦБ при публичных размещениях широкому кругу лиц на биржах РК.

Совокупность данных мер позволит радикально сократить не только расходы бюджета, но и размеры субсидий, а также будет способствовать качественному росту в условиях очень благоприятной сырьевой конъюнктуры и рекордного притока валюты в страну.



«Курсив» предлагает список из 10 последствий снижения ставки центробанков из мировой и казахстанской практики – как наиболее очевидных, так и «побочных» и даже самых неожиданных.

Текст: Асылбек Амалбаев

10 очевидных и не вполне последствий снижения ставки ЦБ

1 Ставки вниз

Основной эффект от снижения ставки Центробанка – снижение ставок по экономике. Как для государства, так и для финансовых институтов, предприятий и розничных клиентов банков и микрофинансовых организаций кредит становится более доступным.

Однако уровень чувствительности ставок зависит от эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В экономике США механизм работает достаточно эффективно на рынке кредитования как корпоративного, так и розничного сектора, а также на рынке вкладов. Например, месячные значения ставки ФРС и основной ставки по банковским вкладам в США с 1954 по 2022 год показывают коэффициент корреляции 0,96 (при максимальном значении 1,00).

В Казахстане заметная зависимость наблюдается между базовой ставкой и ставками на денежном рынке, а также на розничном депозитном. Базовая ставка в РК – это ставка по операциям однодневного РЕПО. «Между ставками 7-дневного и 1-дневного РЕПО сохраняется высокая корреляция, ставки 7-дневного РЕПО практически повторяют траекторию ставок 1-дневного РЕПО, только двигаются с меньшей волатильностью», – отмечается в Отчете по

финансовой стабильности НБ РК за 2021 год. На отдельных отрезках фиксируется связь между базовой ставкой и ставкой по краткосрочным потребительским кредитам (см. подробнее ниже).

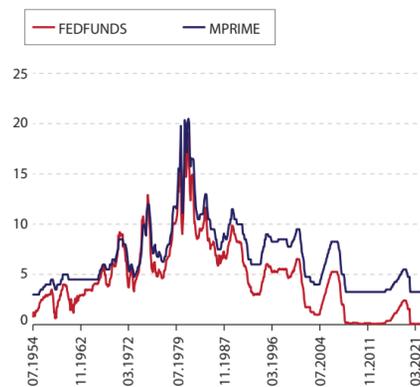
Связь между базовой ставкой и ставками по депозитам физлиц вызвана тем, что в РК существует практика выставления рекомендуемых

мой предельной ставки по депозитам населения. Формирует эту ставку Казахстанский фонд гарантирования депозитов, который ориентируется на базовую ставку НБ РК. Поэтому банки второго уровня склонны чутко реагировать на изменение базовой ставки при привлечении новых вкладов.

В РФ банковский сектор демонстрирует высокую чувствительность к изменению ключевой ставки на ипотечном рынке. После очередного снижения ключевой ставки в РФ 22 июля 2022 года с 9,5 до 8,0% начали сокращаться ставки по ипотеке. Уже 25 июля Сбербанк снизил ставку по рыночным (в РФ, как и в РК, действуют также госпрограммы с субсидированием ставки) ипотечным программам: минимальная ставка по ипотеке на покупку квартиры на первичном и вторичном рынках составляет 9,9%, ранее – 10,5%.

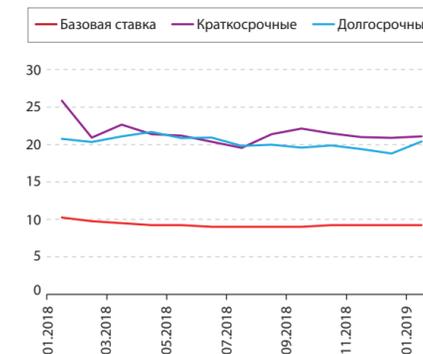
Взаимосвязь между снижением ключевой ставки и удешевлением ипотеки отметили в самом Сбере. «ЦБ принял решение об очередном снижении ключевой ставки, и Сбер оперативно анонсировал снижение процентных ставок по базовым ипотечным продуктам с 26 июля. Но, понимая значимость этого шага для клиентов, мы решили максимально ускориться и снижаем ставки уже с 25 июля», – приводит цитату вице-президента, директора дивизиона «Домклик» Сбербанка **Николая Васева** «Интерфакс».

Ставка ФРС и средние ставки по банковским ссудам, %



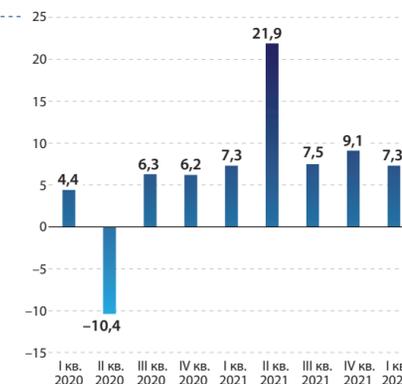
Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

Базовая ставка и ставки по потребительским кредитам в тенге БВУ РК в 2018 году, %



Источник: НБ РК

Динамика ВВП Турции, % г/г



Источник: Turkstat

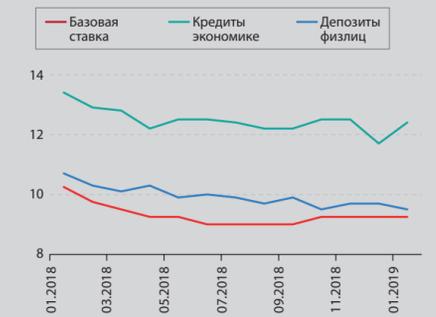
2 Банки переоценивают риски

Когда ралли снижения ставок перетекает в длительный период низких ставок, проявляется один из главных «побочных» эффектов, который в исследовании 2021 года зафиксировали аналитики Европейского центрбанка. Следует подчеркнуть, что «побочка» проявляется только на длинных дистанциях.

Низкие ставки на коротком отрезке стимулируют банки более активно принимать риски, но по факту кредитный риск на этом этапе лишь снижается, сокращаются и риск-премии. Поскольку преимуществами сниженных ставок в первую очередь пользуются действующие «хорошие» заемщики, в очень короткие сроки происходит рефинансирование их займов на более комфортных условиях.

Уже на среднесрочном отрезке банки вынуждены принимать более высокие риски, чтобы получить доходность повыше. Для этого им приходится смягчать требования к заемщикам, и тогда в пул клиентов неизменно попадают «плохие» заемщики. Банки, которые по каким-либо причинам находятся под менее внимательным надзором регулятора, становятся субъектами так называемого морального риска, когда кредитор принимает неэффективное с точки зрения финансового учреждения решение о займе, понимая, что

Базовая ставка и ставки по выданным кредитам экономике и привлеченным депозитам физлиц в 2018 году, %



Источник: НБ РК

не будет отвечать за это решение. Все это в конечном счете – когда наступает период повышения ставок – может привести к банковскому кризису, ужесточению регулирования игроков и сокращению объемов кредитования как отдельными банками, так и всем сектором.

«Для ЦБ при выстраивании монетарной политики важно принимать во внимание цели финансовой стабильности, которые могут вступать в конфликт с целью стабильности цен в долгосрочной перспективе», – отмечают авторы исследования.

3 Снижение стоимости обслуживания госдолга

Когда ЦБ снижают ставки, сокращаются и ставки по государственным облигациям – ключевым инструментам, к которым прибегают правительства для финансирования госдолга. В долгосрочной перспективе это снижает стоимость обслуживания долга и экономит средства бюджета, позволяя перераспределять дополнительные денежные потоки на выполнение социальных обязательств или на реализацию проектов развития (строительство инфраструктуры, поддержку бизнеса и т. д.).

Если низкие ставки в экономике закрепятся надолго, это может сформировать условия, при которых правительства будут в меньшей степени фокусировать внимание на госдолге.

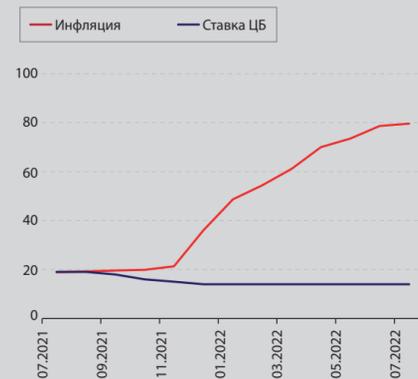
Американский экономист **Грегори Мэнкью** в исследовании 2019 года показал, что благодаря длительному периоду низких ставок (после кризиса 2008 года) увеличение размера государственного долга перестало быть проблемой бюджетной политики, поскольку правительства могут постоянно рефинансировать его по низким ставкам. Но не стоит считать эту модель неуязвимой: период низких ставок рано или поздно завершится, а это значит, что долгосрочный риск долгового кризиса будет только расти.

4 Тратить, а не сберегать

Пространство снижающихся и низких ставок открывает возможности для домохозяйств больше потреблять, а для фирм – больше инвестировать, используя кредитные ресурсы. В классической монетаристской модели рост расходов стимулирует выпуск товаров и услуг в отраслях экономики, что вносит свой вклад в ускорение экономического роста.

Однако целиком связывать рост с мягкой денежно-кредитной политикой не следует, поскольку очень часто более сильное воздействие на экономику оказывают расходы бюджета (фискальный стимул) и ситуация на мировых рынках сырьевых товаров, если речь идет о небольших экономиках, специализирующихся на экспорте энергоносителей и/или металлов, цены на которые отличаются высокой волатильностью.

Инфляция и базовая ставка ЦБ Турции, %



Источник: TCMB

5 Население активнее покупает в кредит

Удешевление денег в экономике касается не только бизнеса, но и населения, для которого также доступнее оказывается кредит. Правило работает как в развитых, так и в развивающихся экономиках.

Ставки по потребительским кредитам достаточно чувствительны к изменению базовой ставки даже в РК, хотя канал трансмиссии у нас принято считать недостаточно развитым. В течение зимы – лета 2018 года базовая ставка в РК снижалась: если в январе она была еще на уровне 10,25%, то к июню сократилась до 9,00% (-125 базовых пунктов). В тот же период ставки по краткосрочным потребкредитам в тенге сократились с 25,8 до 20,4%, по долгосрочным – практически не изменились (20,8% – в январе, 20,9% – в июне). Изменение объема потребкредитования в тот период также наблюдалось заметно: накопленный рост объема выданных ссуд к июню составил 31%. Впрочем, эту динамику можно списать на среднесрочный тренд роста кредитования физлиц.

Наиболее чувствительным к изменению ставки сегментом является ипотека. Ипотечные кредиты длинные, а поэтому изменение ставок на несколько процентов существенно меняет объем процентных платежей.

Связь между ставкой и спросом на ипотеку исследует в работе 2016 года аналитик департамента монетарной и экономической политики Банка международных расчетов (BIS) **Джанны Ла Кава**. Изучая американский ипотечный рынок в последние десятилетия, Ла Кава приходит к выводу, что рост ссуд на приобретение жилья связан с увеличением располагаемого дохода домохозяйств, который в свою очередь был вызван низкой инфляцией и низкими реальными ставками по ипотеке, а также зависел от уровня ограничений на новое строительство в крупных городах. Наиболее высокой зависимостью от изменения ставки была в городах, где с новым строительством ситуация была напряженной: снижение номинальной ставки на 100 базовых пунктов приводило к увеличению расходов на приобретение жилья и ипотеку на 22–32% в зависимости от штата.

6 Больше инвестиций на фондовом рынке

В развитых странах низкие ставки центральных банков в конечном счете стимулируют приток инвестиций на фондовый рынок. И напротив – отток при растущих ставках ЦБ.

Подтверждает это сравнительно недавняя история. В 2018–2019 годах продолжался период повышения ставки ФРС (период роста ставки начался в 2016-м), в следующие два года (2020–2021) ставка находилась на исторически низком уровне. В первый период рост индексов S&P 500 и Nasdaq Composite составил соответственно 14 и 23%, во второй – 40 и 56%. Справедливости ради укажем, что дополнительный импульс росту индексов придал и выход на рынок во второй период большого числа розничных инвесторов.

Экономисты предлагают несколько объяснений этой закономерности, правда, почти исключительно на американском материале. Растущие ставки ФРС делают американскую валюту более дорогой. В период дорогого доллара представленные на фондовом рынке США преимущественно американские компании сталкиваются с более низким спросом на свою продукцию за рубежом: укрепление доллара делает их продукты дороже, чем у конкурентов. Это ухудшает их операционные и финансовые показатели и снижает интерес инвесторов.

7 Инвесторы чаще рискуют

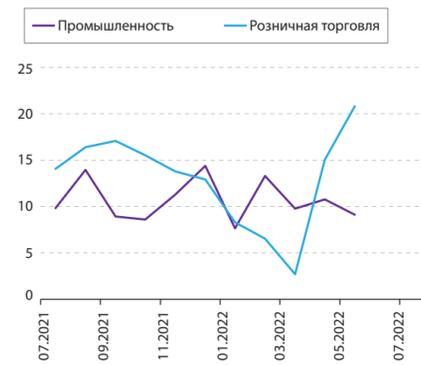
Низкие ставки стимулируют инвесторов на фондовом рынке больше инвестировать в активы с более высоким уровнем риска.

В январе этого года два эксперта МВФ – директор департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала Тобиас Адриан и заместитель начальника отдела мониторинга и анализа рынков этого департамента Нассира Аббас – презентовали исследование, в котором зафиксировали, что низкие реальные процентные ставки поддерживают цены на активы и формируют спрос на активы с высоким риском.

Инвесторы зачастую таргетируют не номинальную доходность, а реальную (скорректированную на инфляцию), поэтому, чтобы получить высокую отдачу в периоды поддержания низких ставок, они берут на себя повышенные риски. Если долгосрочные реальные ставки оцениваются инвесторами как низкие, это ассоциируется с более высокими показателями отношения цены и доходности, ведь, повторимся, инвесторы рассчитывают дисконтированную доходность.

Такая финансовая математика может сыграть с ними злую шутку. Внезапное и значимое повышение реальных ставок наверняка запустит распродажу активов с высоким уровнем риска. Для многих компаний и отдельных отраслей это может иметь крайне негативные последствия. Примером здесь может служить недавняя просадка бумаг американских технологических компаний на фоне растущих ставок. А в некоторых случаях (например, в строительном или финансовом секторе на развивающихся рынках) такие изменения могут вызвать кризис в масштабах национальной экономики.

Динамика промышленного производства и розничной торговли в Турции, % г/г



Источник: Turkstat

При низких ставках ФРС запускается обратный механизм, при этом снижаются и без того низкие ставки по депозитам банков второго уровня, что дополнительно стимулирует инвестировать в фондовый рынок, где рентабельность по определению выше. Однако в моменте предсказать реакцию фондового рынка на рост или снижение ставки сложно: на ситуацию влияет множество факторов.

Уровень безработицы в Турции, %



* В 2022 году – на май.

Источник: Turkstat, Всемирный банк

8 Помощь экспортерам через курс

Низкие ставки позволяют экспортерам из стран с «мягкими» валютами больше зарабатывать.

Наиболее ярко эффект проявляется в экономиках – экспортерах биржевых товаров. Связь между доходами экспортеров в национальной валюте и ставками ЦБ проходит через обменный курс. Низкие ставки расширяют предложение национальной валюты, таким образом оказывая давление на ее обменный курс. Экспортеры реализуют продукцию в инвалюте (как правило, в «твердой»), а издержки несут преимущественно в валюте национальной. С точки зрения правительства экономик-экспортеров (особенно в случае сырьевых экспортеров), влияние такого механизма скорее

оценивается как позитивное, поскольку повышает доходы бюджета. Однако управлять данным механизмом правительства не в состоянии – за ставки отвечают центральные банки, и решение они чаще всего принимают исходя не из ценовой конъюнктуры на внешних рынках, а из оценки динамики инфляции.

Хотя этот механизм не похож на девальвацию и имеет другую природу, на доходы экспортеров он действует сходным образом. Правда, для стран с более высокой инфляцией и более волатильными условиями внешней среды этот эффект проявляется не так сильно – его затеняют девальвации, связанные со снижением мировых цен на тот или иной важный для национальной экономики биржевой товар, будь то нефть или медь.

9 Зомби в корпоративном секторе

Устойчиво низкие и снижающиеся ставки центробанков удешевляют кредитование реального сектора, а это в свою очередь делает возможным появление зомби-компаний. Под зомби-фирмами понимаются предприятия, которые способны поддерживать активность только за счет низких ставок по кредитам.

Аналитики, развившие эту концепцию на материале европейских и американских фирм, – эксперты Банка международных расчетов **Райан Банерджи** и **Борис Хофман**. В работе 2018 года «Рост зомби-компаний: причины и последствия» экономисты показали, что такие компании начали возникать в конце 80-х годов прошлого века и их появление было связано со снижением финансового давления на балансы

в результате снижения ставок по кредитам вслед за смягчением денежно-кредитной политики в развитых странах.

Определение, которое дают Банерджи и Хофман зомби-компаниям, такое: это фирма, которой минимум 10 лет и у которой процентные платежи по займам превышают прибыль до уплаты процентов и налогов. Аналитики BIS оценивают долю зомби-компаний в мире на момент публикации исследования в 12%, тогда как еще чуть менее 30 лет назад таких было лишь 2%. В США доля таких компаний может достигать до 16%.

С одной стороны, зомби-компания позволяют поддерживать рабочие места, платят налоги и производят добавленную стоимость. С другой стороны, эти не самые эффективные компании оттягивают инвестиции и кадры у более успешных стартапов и снижают общую производительность по экономике.

10 Турецкий кейс: низкая ставка + высокая инфляция = рост

Стандартные модели экономистов, анализировавших влияние мягкой монетарной политики в условиях высокой инфляции, сводятся к следующей схеме. Сначала в экономике нарастают кризисные явления, причем в случае развивающихся стран возможна комбинация снижения деловой активности и роста инфляции.

В теории центробанки должны реагировать на рост инфляции повышением ставок, однако под давлением политиков, заинтересованных в более активном росте экономики, могут, напротив, снизить ставки. Прогноз по экономике после такого решения неизменно ухудшается. Экономисты ждут раскручивания так называемой спирали инфляции (рост цен вызывает рост зарплат, который вызывает рост цен – и так по кругу), которая на каждом из витков будет ослаблять покупательную способность населения, давить на деловую активность и увеличивать безработицу. Начавшийся кризис будет прогрессировать.

Однако не во всех случаях и не на всех временных отрезках сочетание высокой инфляции и мягкой денежно-кредитной политики – особенно когда ЦБ длительный период поддерживает резко негативную реальную ставку – автоматически вызывало углубление кризиса. Пример того, как можно продолжать показывать неплохие результаты социально-экономического развития в условиях высокой инфляции, демонстрирует прямо сейчас Турция.

Страна второй год живет при негативной реальной ставке (экономисты чаще называют это значение дифференциалом между базовой ставкой и инфляцией). По состоянию на начало августа 2022 года этот показатель достиг -65,6%. Свежие данные по динамике потребительских цен (по итогам июля) свидетельствуют о годовой инфляции на уровне 79,6% при ставке ЦБ Турции (TCMB) 14,0%. Еще год назад, в июле 2021-го, и ставка, и инфляция были на одном уровне – 19,0%.

Однако инфляционный шторм все еще не привел к развитию кризисных явлений. По итогам I квартала 2022 года ВВП Турции вырос на 7,3% г/г – ровно такой же рост экономика страны показывала годом ранее, но с более низкой базы ковидного 2020 года. Динамика компонентов ВВП не позволяет говорить о серьезных проблемах потребительского сектора или сложностях у экспортеров товаров: потребительские расходы домохозяйств выросли на 19,5%, экспорт – на 16,8%. Минимальный рост демонстрирует даже импорт. Корпоративный сектор также адаптировался к высокой инфляции: впервые с II квартала 2021 года был зафиксирован рост (+1,1%) инвестиций предприятий.

Рост в промышленности по итогам мая этого года составил 9,1%, в розничной торговле – 20,8%. Наконец, один из ключевых макроэкономических показателей – уровень безработицы – показывает стабильный для Турции уровень в 10,9%, тогда как годом ранее он был 12,0%.

Нельзя исключать, что наблюдаемый позитив – временное явление. Однако в августе исполняется ровно 12 месяцев с того момента, как реальная ставка по основному инструменту TCMB стала отрицательной, при этом до катастрофы в экономике Турции пока далеко. По-видимому, дело в неплохой адаптивности экономических агентов к высокой инфляции и недостаточно эффективном трансмиссионном механизме – в данных условиях и на наблюдаемом промежутке времени эти факторы сыграли положительную роль.

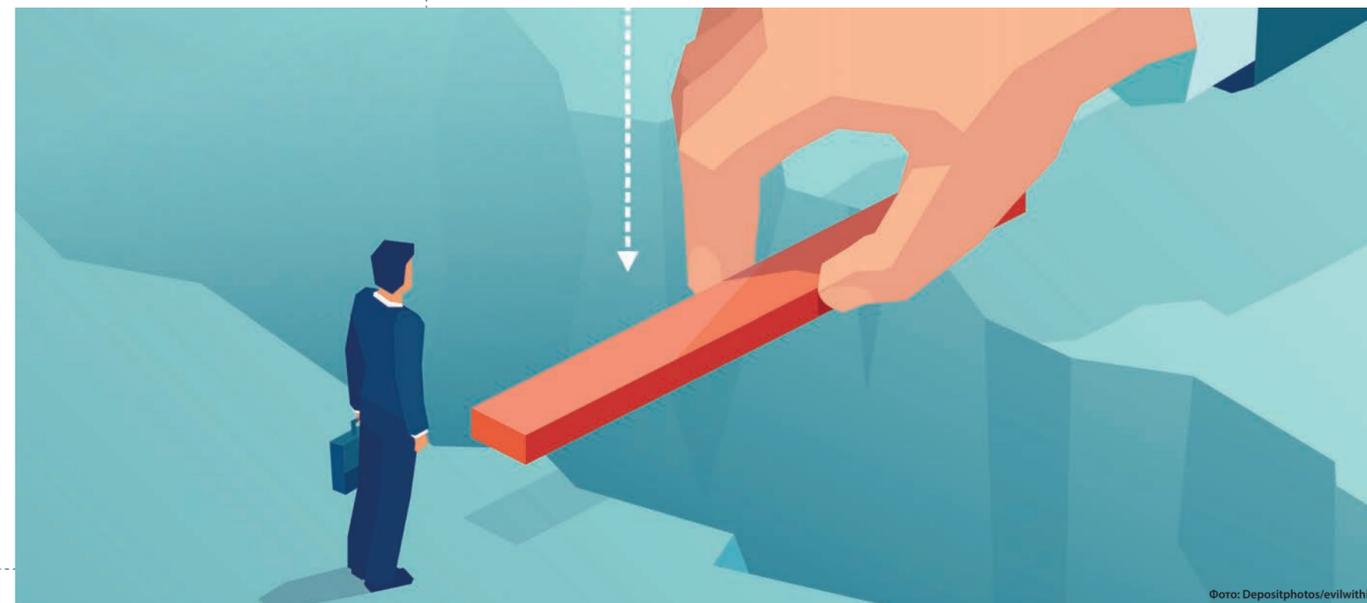


Фото: Depositphotos/evilwith



Любой кабинет министров озабочен работой малых и средних предприятий, поскольку именно МСБ решает проблемы занятости населения, наполняет внутренний рынок товарами, а казну – налогами. Власти Казахстана активно удобряют льготами и поливают МСБ субсидиями (последние, правда, имеют свойство мгновенно заканчиваться: бюджет «не резиновый»), вводят моратории на налоговые проверки – и все равно он выглядит чахлым. Одна из главных тому причин – внезапные и болезненные для бизнеса движения со стороны финансовых ведомств, а конкретно – решение Нацбанка о повышении ключевой ставки.

Текст: Алишер Кожасбаев

Бег на месте

Только за последние несколько лет Казахстан инвестировал триллионы тенге в развитие МСБ. Это происходило напрямую через программы фонда «Даму», АО «КазАгро», АО «Банк развития Казахстана», субсидирование отдельных промышленных предприятий по специальным адресным программам и косвенно через стимулирование спроса за счет льгот по ипотечному и автомобильному кредитованию, вливания излишка пенсионных накоплений в экономику.

Однако косвенная статистика по доле МСБ в ВВП и занятости населения в небольших и средних предприятиях показывает довольно медленный рост настоящей экономической активности в этом секторе. Сами предприниматели при опросах зачастую говорят об очень низком эффекте от принимаемых мер.

Этот эффект – отражение реальности, в которой монетарные власти страны пытаются приструнить инфляцию в ущерб экономическому росту. Вдумайтесь: в нашей стране последние восемь лет (восемь лет – большой срок!) отрицательный платежный баланс, исчисляемый миллиардами долларов США. Это означает, что из Казахстана выходит валюты больше, чем заходит. То есть мы импортируем так много, что

МСБ поставили на место

Как высокая ставка мешает развитию малого и среднего бизнеса в Казахстане

завозим к себе мировую инфляцию и умножаем ее на свою.

В этих условиях существует вечная дилемма: либо увеличивать ВВП, либо снижать инфляцию. В развитых экономиках инфляция низкая и управляемая. Но так как экономика Казахстана находится в процессе развития, то инфляцию мы еще не приручили. Поэтому у нас из года в год выбирается политика сдерживания инфляции, а рост ВВП оставляют на потом.

Из-за этого застарелые проблемы не решаются, импортозамещение остается практически на нулевом уровне, экономика не работает. Инфляция, надо признать, снижается, но лишь на то время, которое позволяет управленцам переложить проблему на своих преемников. Подобное перекалывание происходит уже 30 лет, поэтому мы столь болезненно встречаем все мировые шоки. Дальше будет еще больше, поскольку проблемы только накапливаются и усугубляются.

Близорукая ставка

Чтобы не загонять страну в список вечно развивающихся, Национальный банк должен учитывать экономический рост при планировании ставки, и однозначно он не должен заниматься сиюминутным реагированием на быстропротекающие вещи. Решение сиюминутных задач – это всегда поражение в стратегическом плане. Кроме того, влияние ставки всегда имеет временной лаг. То есть у нас инфляция уже случилась, а ставку только повысили. Она сыграет свою роль в сдерживании инфляции лишь через некоторое время, но цены-то уже выросли.

На самом деле на регулирование цен куда сильнее влияет экономика (конкретно – слабо представленная сторона предложения товаров и услуг), а не ставка. Поэтому ставка должна быть сбалансированной с точки зрения роста экономики и с точки зрения долгосрочных ориентиров Нацбанка. Сейчас, в условиях сиюминутных решений, ни еле-еле встающий на ноги МСБ, ни крупный бизнес (он не всегда представлен прибыльными предприятиями – часть из них получает субсидии от государства, имея статус градообразующих) не могут планировать свою финансовую, экономическую, хозяйственную деятельность. Рост ставки ведет к невероятному удорожанию кредитов, которые невозможно обслуживать.

Вводя высокую ставку, Национальный банк прекрасно осведомлен об этом. Однако он рассчитывает на смену поведенческой модели населения с расточительной на накопительную: люди научат меньше тратить и, соответственно, меньше денег будет возвращаться в экономике. С моей точки зрения, подобная установка является абсолютно недальновидной.

Население привыкло, что в Казахстане все дорожает – как в хорошие, так и в плохие



времена. За всю историю нашей страны никогда еще ничего не дешевет. Поэтому люди предпочитают покупать сегодня и сразу, не откладывая шопинг на потом и не сохраняя деньги на депозитах. Будешь накапливать – инфляция съест твои накопления. Да и вообще, расточительность – это последнее, в чем можно обвинить наш народ в текущей ситуации.

Змея, пожирающая свой хвост

Высокая ставка приводит также к тому, что само правительство вынуждено занимать деньги на внутреннем рынке под более высокие проценты. Сегодняшняя картина ужасает: бюджет на 2022 год составляет порядка 15 трлн тенге, но его доходная часть, по прогнозам, не превысит 5 трлн тенге. Фактически бюджет зарабатывает 30% от того, что должен потратить, а все остальное берет из Нацфонда или занимает на внутреннем рынке. Как только Нацбанк поднимает ставку, расходы правительства на обслуживание этих заемных денег увеличиваются.

Проценты по облигациям, выпускаемым Министерством финансов, могли бы пойти на софинансирование строительства градообразующих предприятий, в свою очередь оказывающих мультипликативный эффект на развитие малых и средних компаний, которые выстраи-

ваются вокруг больших игроков, на развитие системы образования, здравоохранения, на другие важные проекты. Вместо этого деньги просто сжигаются в виде выплаты процентов вознаграждения по облигациям.

Холить и лелеять

Для МСБ высокая ставка – это также плохо со всех сторон. Непредсказуемое движение ставки то вверх, то вниз, повторюсь, не позволяет планировать работу предприятия. Ресурсы дорожают, деньги дорожают, все это ведет к большому риску дефолта заемщика. Банки просто перестают выдавать кредиты из опасения, что малые и средние предприятия не смогут их вернуть. В этих условиях глупо рассчитывать и на то, что ставку просубсидирует «Даму»: фонд помогает очень выборочно.

Нацбанк, однако, утверждает, что интересы всей страны важнее одного сектора – МСБ. Я с этим тезисом не согласен, потому что инфляция растет не из-за монетарных факторов, а из-за слабой экономики. Экономике нужно расти – в противном случае никакие монетарные рычаги нам не помогут. Применяя их, мы только ухудшаем ситуацию.

Нужно понимать, что основа развития экономики – это развитие МСБ. Цифры ясно свидетельствуют: абсолютное большинство существующих крупных предприятий в Казахстане исчерпали свой потенциал роста. Они либо находятся на пике прямо сейчас, либо уже прошли его. Нужны новые крупные предприятия, а они вырастают лишь из МСБ – таков единственный путь оздоровления.

Еще одна причина, по которой мы должны помогать МСБ, состоит в том, что малый и средний бизнес являются факторами снижения продуктовой инфляции, а именно она больше всего беспокоит население. Подорожание повседневных товаров волнует человека сильнее, чем рост цен на вещи, которые покупают раз в два года. МСБ может производить не только продукты, но и непродовольственные товары ежедневного спроса. Производство внутри республики позволит заместить импорт, а значит, выровнять платежный баланс, сократить импорт инфляции и усилить экономику. Именно такой – долгосрочной, а не сиюминутной – должна быть цель управленцев в Казахстане.

Результатом последовательной политики и всей совокупности ориентиров Национального банка явилась бы ставка, рассчитанная как премия 2–3% к среднесрочному уровню инфляции, таргетируемому Национальным банком.

Нужно перестать искажать реальную картину и увеличивать дисбалансы в экономике. Поэтому субсидии для МСБ от правительства должны сократиться и предоставляться выборочным отраслям с максимальным экспортным потенциалом, под обязательства инвестиций в собственный капитал и строительства предприятий с высоким показателем производительности труда.

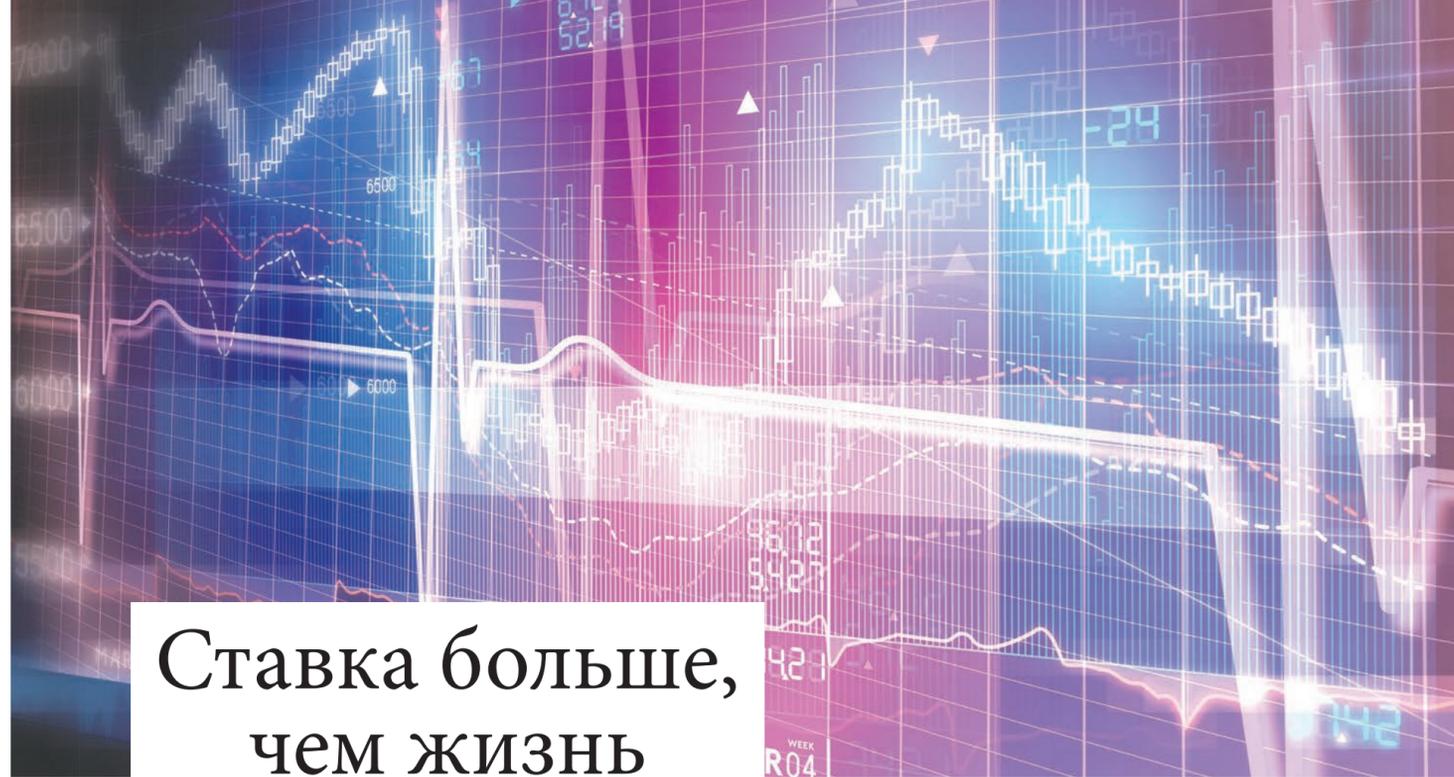
Повышение ставки Федеральной резервной системой естественным образом сказывается на поведении рынков по всему миру, особенно пагубно это может влиять на развивающиеся страны. Однако этот фактор также приводит к достаточным тектоническим сдвигам в экономической структуре самой Америки. Этим летом в журнале The Atlantic вышел программный текст под названием «Конец экономики активов», описывающий возможные последствия очередного повышения.

Текст: Ермен Панарин

Автор текста **Энни Лаури** первым делом указывает на одно обстоятельство, представляющее ей вполне эзотерическим: у **Марка Цукерберга** еще до недавнего времени была ипотека. В самом деле, около десяти лет назад он получил ипотечный кредит на особняк в Пало-Альто. Звучит действительно забавно, поскольку лакомый домик стоил \$6 млн, в то время как состояние покупателя к тому моменту уже достигало \$16 млрд, то есть это примерно как обычному человеку брать ипотеку на проездной билет. Но в отличие от обычного человека благодаря кредиту, который ему предоставил Первый республиканский банк (калифорнийский банк, специализирующийся на ипотечном кредитовании) с процентной ставкой всего 1,05% (ниже существовавшего уровня инфляции), Цукерберг смог и сохранить свои активы в Facebook, и заработать на росте цен на недвижимость в Кремниевой долине.

Это вполне логичная и беспроблемная стратегия: когда ставки снижаются, субъектам финансового рынка становится выгодно не хранить деньги, а финансировать текущие расходы за счет заемных средств, и основатель неутрачивающей соцсети не единственный, кто воспользовался ее преимуществами. Многолетний период низких ставок в США привел к стремительному росту стоимости активов. По мнению Лаури, это сделало тех немногих американцев, кто имел средства и желание инвестировать в недвижимость, акции, облигации, искусство, стартапы и другие активы, неприлично богатыми. Но это же привело к рекордному уровню материального расслоения общества. Лаури пишет о том, что уровень собственно доходов перестал быть общественным индикатором благополучия – куда важнее то, чем ты владеешь.

На фоне низких темпов роста заработной платы США столкнулись с явлением, известным как экономика активов (или, если угодно, экономика проедания активов). В этих условиях благосостояние определяется не тем, сколько вы зарабатываете, а тем, чем вы владеете. Когда



Ставка больше, чем жизнь

соответствующие активы дорожают быстрее, чем растут цены и зарплата, богатые выигрывают, а менее обеспеченные социальные группы оказываются в вечной западне незавидных зарплат и инфляционных издержек. Тут уместно вспомнить слова **Уоррена Баффетта**, который сравнил процентные ставки для цен на активы с гравитацией: при низких ставках цены на активы растут, почти не испытывая сопротивления.

Лаури в статье ссылается на одноименную книжку «Экономика активов: владение собственностью и новая логика неравенства», которая вышла два года назад. Ее авторы **Лиза Адкинс**, **Мелинда Купер** и **Мартиин Конингс** как раз прослеживают искомую логику неравенства не в уровнях безработицы или заработной платы, но исключительно в способности/неспособности приобрести те или иные активы. Безработица в этих обстоятельствах просто один из множества факторов, но он ничего не решает. Конечно, с работой вам проще получить ипотеку, но выплатить ее все равно нереально. Заработок как таковой остается важной константой для большинства людей, но его все меньше хватало для того, чтобы соответствовать запросам так называемого среднего класса.

Дело не в том, что топ-менеджер крупной корпорации зарабатывает примерно в 33 раза больше, чем хирург, а хирург зарабатывает в столько-то раз больше, чем учитель младших классов и так далее, хотя это тоже проблема. Куда критичнее то, что именно топ-менеджер владеет теми квартирами и домами, которые вынуждены снимать врачи, учителя и далее по списку. Лаури говорит не только о социальных группах, но и о сугубо поколенческом расколе. Миллениалы – первое поколение, в полной мере почувствовавшее на себе последствия экономики активов. У этого поколения есть много ключевых дефиниций, но одна из них звучит так: миллениалы суть те, кто не может позволить себе собственное жилье при жизни.

Собственно, Лаури не первая, кто обратил на них внимание. Журнал The Economist забил тре-

вогу еще в начале 2019 года и даже ввел термин «социализм миллениалов», это касалось всех еще недавно аполитичных юношей и девушек, судящих о мире исключительно через оптику соцсетей (поневоле вспоминается цукерберговская ипотека). Эта тенденция обозначилась уже в процессе американских выборов 2016 года, когда значительная часть молодежи проголосовала за социалиста **Берни Сандерса** – в пик **Хиллари Клинтон** и **Дональду Трампу**. У них были свои причины для подобного избирательного жеста, и одна из них как раз недоступность жилья в мегаполисах и связанное с ним ощущение обделенности. Подобная социалистическая повестка и апелляция к неравенству (какой бы справедливой она ни была) многим представляется достаточно опасной тенденцией. На это, в частности, указал **Малькольм Харрис** в книге «Детки нашего времени». Он предупредил, что юное обделенное поколение в конце концов превратится либо в фашистов, либо в революционеров, третьего не дано.

Мы более-менее привыкли думать, что миллениалы и хипстеры (то есть те, кому сейчас плюс-минус 25–35) – это беспечное непорочное поколение, которое только и делает, что потребляет все мыслимые блага, стократно поддержанные технологическим прогрессом, и у которых вместо труда – фриланс, вместо производства – дизайн, а вместо семей – полиамор. По крайней мере, так было еще недавно – до пандемии и войны в Европе. На самом деле предыдущие поколения, как ни парадоксально, жили не то что не хуже, а по некоторым позициям даже и куда благополучнее. И главная такая позиция – это как раз недвижимость, те самые активы. В самом деле, если условному миллениалу собственный дом, согласно вышеприведенным расчетам, светит только к семидесяти годам, то их предки спокойно приобретали такой в тридцать-сорок. Свой дом не раньше семидесяти? Уж не разумнее ли тогда просто вложиться в модную тему продления жизни?

Таким образом, пока миллениалы активно потребляют по мелочам (а модные компании, представляющие им эти мелочи, кстати, давно уже терпят серьезные убытки – но это отдельный разговор), по-настоящему важные вещи и те самые активы вроде собственного дома отдаляются от них на совершенно непочтительное расстояние. Их уже так и называют – priced out generation, вынужденное предпочесть роскошное родительское жилье собственным квадратным метрам.

При этом так, разумеется, было не всегда. Например, в 1975 году в Америке, чтобы накопить на первоначальный взнос для приобретения собственного отдельного дома, требовалось всего девять лет. Сегодня подобная динамика сохранилась разве что в Детройте – первый взнос можно спроворить и за семь лет (то есть даже стало вольготнее). Но не будем забывать о том, что это все-таки Детройт – город, как ни крути, специфический. Место с несомненно великой историей (как промышленной, так и музыкальной) – и одновременно настоящий город-призрак, в 2014 году официально признанный банкротом и изобилующий в этой связи невероятным количеством заброшенных зданий и романтических руин.

Лаури вспоминает **Обаму**, который в той или иной степени и запустил этот механизм экономики активов, наводнив экономику «безбожными» суммами денег. С этими дешевыми деньгами все Марки Цукерберги мира и обрели свои ипотеки под 1,05% (в которых, строго говоря, не слишком и нуждались – как говорили в фильме «Мама, не горюй», я тебе денег не предлагаю, я по машине вижу, что тебе не очень-то и нужно). Менее же преуспевающая публика вынуждена была съехать из благословенного залива Сан-Франциско в места не столь финансово привлекательные.

Трамп, как истинная акула капитализма, более всего ценил ликвидный рынок и, разумеется, выступал за понижение ставки и прилагал множество усилий по стимулированию эконо-

мики (после его налоговых послаблений для компаний в США действительно ускорились темпы роста). Однако ФРС уже и тогда незначительно повышала ставку, несмотря на его протесты, а в 2022 году в связи с известными событиями все окончательно пошло прахом: резкий рост ставок подтолкнул рынок акций к снижению, технологический сектор – к резкому падению, а рынок жилья – к коррекции. Нынешний «медвежий» рынок стал капканом для примерно половины американцев, владеющих акциями, но основной удар так или иначе был нанесен по тем 10% богатей, которым принадлежит около 90% всех акций. Триллионы долларов благосостояния уже исчезли в этом году, еще триллионы могут раствориться в ближайшем будущем. Низкие процентные ставки, к которым привыкли инвесторы, были основой роста этого богатства. Что касается инвесторов, то не стоит забывать, что некоторые из них в силу возраста вообще не очень понимали, что такое настоящая инфляция – явление скорее было характерно для 70-х и 80-х. Девяностые, нулевые и частично десятые в этом смысле держались молодцом.

Рост ставок и ускоряющаяся инфляция забивают последний гвоздь в экономику активов. Однако это совершенно не означает, что Америка вступает в царство справедливости, менее радужное для крупного капитала, но более выгодное для наемных работников. Скорее наоборот. Низкие ставки обеспечивали экономический рост и занятость, и даже если они, предположительно, способствуют дальнейшему социальному расслоению, то повышение ставки в свою очередь никак не облегчает жизнь обычных семей. Оно означает более медленный рост материального благополучия, скачок безработицы и скукоживание заработной платы. Повышенные стоимости кредитования для работающих семей превращает в адский пазл покупку жилья, запуск бизнеса, не говоря уже о выплате студен-

ческих кредитов. О разнообразных стартапах и вовсе приходится забыть.

Лаури приходит, в общем, к достаточно банальному выводу: проблема экономики активов не в размере богатства, а в его распределении – слишком многое принадлежит слишком малому числу игроков. Словом, как выражался еще президент-республиканец **Герберт Гувер**, главная проблема капитализма – это капиталисты.

В своем тексте Лаури упоминает словосочетание экономиста **Джона Мейнарда Кейнса** animal spirits – то, что в данном случае можно перевести как жизнерадостность.

Кейнс в 1936 году писал: «Вероятно, большинство наших решений позитивного характера принимается под влиянием одной лишь жизнерадостности (animal spirits) – этой спонтанно возникающей решимости действовать, а не сидеть сложа руки, но отнюдь не в результате определения арифметической средней из тех или иных количественно измеренных выгод, взвешенных по вероятности каждой из них. Поэтому, когда жизнерадостность затухает, самопроизвольный оптимизм поколеблен и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический расчет, предпринимательство хиреет и испускает дух – даже если опасения потерпеть убытки столь же неосновательны, какими прежде были надежды на прибыль».

В конечном итоге снижение ставки напрямую связано с присутствием той самой жизнерадостности, о которой писал Джон Мейнард Кейнс (и которого как раз сложно было заподозрить в нелюбви к государственному регулированию). Именно эту жизнерадостность и следует вернуть рынку. Низкие ставки, возможно, не панацея, признает Лаури, однако при них по крайней мере сохраняется живительная среда для появления новых Цукербергов, что в долгосрочной перспективе стране, да и миру, идет только на пользу. С ними как-то жизнерадостнее.



Мы поговорили с экономистом Бен-Гадом о современной кредитно-денежной политике, правомерности повышения ставки и популистских решениях правительств.

Текст: Ермен Панарин

– Недавно впервые за 11 лет Европейский центробанк повысил процентную ставку. Некоторые экономисты полагают, что реакция ЕЦБ на рост инфляции несколько запоздала. Другие, например Пол Кругман, утверждают, что де-факто ЕЦБ придерживается даже более жесткой денежно-кредитной политики, чем ФРС США. Как вы считаете, подобные традиционные меры регулирования все еще эффективны или на деле их значение скорее символическое, нежели практическое?

– Взгляните на ЕЦБ, ФРС США или Банк Англии. Что все они предприняли во время пандемии? В условиях жесточайшего фискального дефицита они вышли на рынок и прикупили новые долговые обязательства, созданные правительствами этих стран. В двух последних случаях действия регуляторов были практически равнозначны обналичиванию нового долга. Вы можете выбрать любую теорию, которая вам нравится: кейнсианскую, монетаризм, фискальную теорию уровня цен или даже современную денежную теорию (СДТ, или неохартализм, – теория, согласно которой деньги являются государственной монополией и, соответственно, государство может финансировать бюджетные расходы за счет денежной эмиссии для достижения полной занятости и без инфляционных последствий. – «Курсив») – каждая из них будет подразумевать, что подобная политика в определенной степени сама будет способствовать росту инфляции. В отличие от предыдущего кейса с серьезным ростом балансов центральных банков во время масштабного финансового кризиса, в этот раз денежный мультипликатор куда не исчез и, как результат, избыточная денежная масса не была сохранена в качестве резервов, а трансформировалась в денежный агрегат. Достаточно посмотреть на показатель M2.

Обычно изменений краткосрочной процентной ставки было бы достаточно, чтобы понять денежно-кредитную политику страны. Однако с появлением методов количественного смягчения также необходимо смотреть и на долгосрочные ставки. Если сравнить немецкие облигации с казначейскими облигациями США с любым сроком погашения, то сложно увидеть признаки того, что ЕЦБ придерживается жесткой денежно-кредитной политики – все как раз наоборот.

– Складывается ощущение, что мы постоянно сталкиваемся с одной и той же дилеммой. Заключается она, грубо говоря, в вопросе о том, что приоритетнее для современной монетарной политики – стабильные цены и низкий уровень инфляции или дешевые кредиты для бизнеса и населения. Оба утверждения по сути популистские, поэтому не кажется ли вам, что



Майкл Бен-Гад – ученый-экономист, профессор экономики Лондонского городского университета. Ранее он работал в исследовательском отделе Банка Израиля, а также был приглашенным преподавателем в Центральном европейском университете. Его научные изыскания лежат в сфере разнообразных макроэкономических материй, таких как проблемы госдолга и налогообложения, экономические последствия иммиграции, вопросы оптимальной фискальной политики, распределение расходов на оборону в условиях тотальной неопределенности и так далее.

Майкл Бен-Гад: «Взвешенная фискальная политика сегодня не в моде»

все это лишь извечная манипуляция разными (но базовыми) человеческими ожиданиями?

– Послушайте, в том, чтобы удержать инфляцию под контролем, нет ничего популистского. Другое дело, что инфляция сама по себе – это зачастую результат популистской политики, например дефицит бюджета из-за возросших расходов или снижения налоговой нагрузки. Таким образом, инфляции – это своего рода налог, который политики не желают использовать напрямую.

– **Не кажется ли вам, что сами принципы понижения или повышения базовой ставки так или иначе соотносятся с базовыми же общественными моделями – например, консерваторы/либералы, правые/левые, стабильность/свобода и так далее?**

– До недавних пор популизм действительно больше ассоциировался с левыми. Идея о том, что правительство может тратить неограниченное количество денег, – это довольно несурзная позиция. Однако сейчас правые тоже вознамерились сыграть в эту игру. Взвешенная фискальная политика сегодня не в моде. Это еще более опасно, если учесть тот факт, что население стареет. В более широком смысле я полагаю, что дуалистическая модель себя исчерпала. Попробуйте взглянуть на это как на треугольник, где социализм, консерватизм и либерализм занимают ключевые позиции этой фигуры. Еще в недавнем прошлом консерватизм и либерализм действительно выступали как союзники, но сейчас это уже не так.

– **Некоторые считают, что роль ключевой ставки как универсального инструмента и даже некой панацеи преувеличена. Например, очевидно, что война в Украине или спровоцированный пандемией кризис не имеют под собой финансовой основы, в отличие от экономического кризиса 2008 года. Учитывая, что ключевым фактором роста цен сегодня является**

стоимость энергоносителей, что вы думаете о реальном значении процентных ставок?

– Процентные ставки – это не более чем стоимость изменения потребления во времени. Центральные банки обладают огромными полномочиями манипулировать процентными ставками, в частности, потому, что они могут создавать резервы для выкупа облигаций, но не могут сделать это без последствий для уровня инфляции.

– **Многие экономисты в Казахстане считают, что снижение ключевой ставки в ближайшем будущем поможет стране решить массу проблем и избавиться от таких перекосов в сфере бизнеса, как непрозрачное инвестиционное регулирование и недостаточная защита интересов инвесторов. Не думаете ли вы, что это общее правило для развивающихся стран: чем меньше ставка, тем лучше?**

– Нет, если только вы не хотите получить высокую инфляцию в долгосрочной перспективе, а это будет более вредоносным явлением.

– **Какие тенденции в отношении ключевых ставок, по-вашему, можно ожидать в будущем? Каким вы видите будущее финансового мира? Будет ли по-прежнему возможным придерживаться нейтральных ставок – достаточно высоких, чтобы сдерживать инфляцию, но не настолько высоких, чтобы препятствовать экономическому росту?**

– В этом смысле я настроен достаточно пессимистично. Даже со значительным увеличением денежной массы вероятность роста цен сохраняется. Учитывая период популизма, через который мы проходим, я думаю, что центральные банки будут действовать осторожно, чтобы избежать обвинений в провоцировании рецессии. Что касается инфляции, то в обозримом будущем она неизбежно сохранится.

ЦЕНТР СОЦИОЛОГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

K Kursiv Research

КАЧЕСТВЕННЫЕ И КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЙ

- ВСЕСТОРОННЕЕ ИЗУЧЕНИЕ ОБЩЕСТВЕННОГО МНЕНИЯ
- ИССЛЕДОВАНИЕ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ПРЕДПОЧТЕНИЙ И ОЖИДАНИЙ
- ИССЛЕДОВАНИЕ ПОВЕДЕНИЯ И МОТИВАЦИИ ЦЕЛЕВЫХ АУДИТОРИЙ
- ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЕ СОПРОВОЖДЕНИЕ КОММУНИКАЦИОННЫХ КАМПАНИЙ



Бесконтактные
НОВОСТИ

QR-НОВОСТИ



Финансы
бизнес
макроэкономика

КУРСИВ



kursiv.media



[telegram/kursiv.media](https://t.me/kursiv.media)



[instagram.com/kursiv.media](https://www.instagram.com/kursiv.media)



[facebook.com/kzkursivmedia](https://www.facebook.com/kzkursivmedia)