

Основные тезисы советника Председателя НБК Олжаса Тулеуова о возможном сценарии в случае резкого снижения базовой ставки на примере опыта Турции

О позиции Национального Банка касательно предложений о решительном снижении базовой ставки

Со стороны некоторых представителей органов власти и экспертного сообщества сейчас звучат предложения об острой необходимости в активном и практически сиюминутном снижении базовой ставки – с действующих 9,0% вплоть до 4,0%. Такое требование аргументируется желанием безотлагательно простимулировать кредитование бизнеса и населения. В теории, по их мнению, это окажет поддержку экономической активности. Однако, в текущих макроэкономических реалиях резкое снижение базовой ставки несет в себе существенные риски для инфляции и угрозу для финансовой и курсовой стабильности.

О потенциальных рисках в случае резкого снижения базовой ставки в текущих условиях

Резкое снижение базовой ставки будет равносильно эффекту домино со всеми вытекающими негативными последствиями. Ранее в Национальном Банке неоднократно и подробно поясняли то, к чему может привести резкое снижение ставки в текущих условиях. Объясню вкратце и обозначу риски.

Резкое снижение базовой ставки даст кратковременный эффект для стимулирования экономической эффективности. Спустя время мы получим рост инфляции, снижение привлекательности тенговых вкладов, рост долларизации, давление на курс тенге, истощение золотовалютных резервов, снижение суверенного рейтинга страны.

И здесь самое любопытное в том, что после этого всего Национальному Банку придется увеличить базовую ставку. В конечном счете от первичного решения резко и сильно сократить ставку экономические агенты получат больше ущерба нежели выгоды.

Об опыте Турции по смягчению монетарных условий для стимулирования экономической активности

Прямо сейчас на примере Турции мы и наблюдаем как неосторожное и агрессивное снижение ставки в погоне за быстрым ростом экономической активности привело не только к обратному результату, но и еще к большим проблемам с инфляцией, курсом, платежным балансом и доверием к проводимой экономической политике со стороны инвесторов, населения и бизнеса.

Турецкий кейс берет начало еще с мая 2018 года. Тогда центробанк страны определил недельную ставку РЕПО в качестве основной процентной ставки регулятора, который реализует свою политику согласно режиму инфляционного таргетирования.

При этом, ставка РЕПО, составлявшая на тот момент 8%, была приравнена к ставке предоставления ликвидности банкам, или к верхней границе Late Liquidity Window Interest Rates, равной 16,5%. Тем в самым, с того самого момента ключевая ставка ЦБ Турции, можно сказать, выросла с 8% до 16,5%. Такое решение было принято для консолидации множества различных процентных ставок вокруг однонедельной ставки РЕПО в качестве ключевой ставки, что упрощало коммуникацию ЦБ, а также техническое ее повышение позволяло учесть нарастающие риски инфляции в Турции.

Так, при таргете в 5% годовой уровень инфляции за май 2018 года в Турции вырос с 10,9% до 12,5%. В следующем месяце ускорение инфляции продолжилось до 15,4%. В этой связи ЦБ Турции на июньском заседании принимает очередное решение повысить ключевую ставку еще на 1,25 пунктов до 17,75%.

На тот момент руководство страны планировало стимулировать экономическую активность с помощью активного снижения ставки. Это было частью программы Президента Реджепа Тайипа Эрдогана перед выборами в июне 2018 года. После переизбрания глава турецкого государства, который теперь согласно итогам референдума 2017 года еще и исполнял функции премьер-министра, придерживался данных взглядов, призывая ЦБ снизить ставки.

Несмотря на это, центробанк, напротив, в сентябре 2018 года повысил ставку сразу с 17,75% до 24,00%. Это решение ЦБ принял в ответ на начавшийся в стране валютный кризис. Ранее в августе на фоне ужесточения санкций США против Турции и последовавшей после этого торговой войны между странами, турецкая лира стала быстро обесцениваться к доллару США (с 4,7 до 6,7), за несколько дней потеряв 43% своей стоимости.

Инфляция также продолжила ускоряться. Ее годовой уровень в сентябре того года после июньских 12,5% достиг 24,5% при таргете ЦБ в 5%. То есть сентябрьским ужесточением денежно-кредитных условий регулятор стремился выполнить свою задачу – обеспечить ценовую и финансовую стабильность.

Это решение было непопулярным для правительства, но в то же время оно было неизбежным в сложившихся условиях. Ведь в целом, благодаря подобным решительным действиям ЦБ инфляция в Турции к середине 2019 года замедлилась до 15,7%, а курс лиры к доллару США укрепился до 5,5.

6 июля 2019 года глава ЦБ Мурат Четинкая, который видел в снижении ставок сохранение больших рисков для инфляции, обменного курса и финансовой стабильности, ушел в отставку. Место Четинкая занял его заместитель – Мурат Уйсал, который уже на первом после своего назначения заседании, снизил ключевую ставку с 24% до 19,75%. На следующих трех заседаниях ЦБ Турции снизил ключевую ставку в совокупности еще на 7,75 пунктов, и к началу 2020 года ставка была на уровне 12%.

На этом фоне замедлявшаяся до этого инфляция начала вновь ускоряться и практически «замерла» в диапазоне 11-13% при таргете ЦБ в 5%.

Все это сопровождалось ростом инфляционных ожиданий и неопределенности ситуации для инвесторов. При этом, активное сокращение ставки позволило несбалансированно нарастить темпы роста экономики Турции с -2,7% до +6,4%

О последствиях снижения ключевой ставки в Турции

В 2020 году ЦБ Турции под руководством Уйсала, который к тому моменту, согласно мнению международных рейтинговых агентств и аналитиков, уже полностью утратил свою независимость от правительства, ожидаемо и невзирая на макроэкономические риски продолжил смягчать денежно-кредитные условия. К маю 2020 года суммарно за пять заседаний ключевая ставка была сокращена еще на 3,75 пунктов до 8,25% и сохранялась на этой отметке вплоть до конца сентября текущего года. Таким образом, турецкий монетарный регулятор вернулся к тому уровню ставки, с которого начинал ужесточать политику при Мурате Четинкая двумя годами ранее.

В результате, годовой уровень инфляции полностью потерял возможность вернуться к своему таргету в 5%, стабильно находясь выше 11,5%. Это увеличивало тревогу международных рейтинговых агентств, внешних инвесторов и экономических агентов внутри страны касательно последовательности политики ЦБ и в целом ее независимости. На этом фоне суверенный кредитный рейтинг Турции начал стремительно ухудшаться, а номинированные в лире активы становились более рискованными и менее привлекательными из-за процентной ставки в экономике, которая была ниже уровня инфляции и ставки, запрашиваемой инвесторами за нарастающий риск. Это привело к сильнейшему оттоку капитала по финансовому счету платежного баланса, который за 9 месяцев 2020 года составил 4,5 млрд долларов США. Для сравнения, за такой же период прошлого года в стране был зафиксирован наоборот приток капитала по финансовому счету в размере 328 млн долларов США. Вместе с тем, в банковской системе Турции за период с начала года на 12% вырос объем валютных вкладов. Теперь объем долларовых депозитов в стране составлял рекордные 254 млрд долларов США, при этом уровень долларизации достиг 15-летнего пика на отметке 56%.

Подобное стечение обстоятельств, последовавшее за снижением ставки, закономерно давило на курс лиры, защиту которого ЦБ пытался обеспечить через валютные интервенции. Из-за этого с конца 2019 года по сентябрь 2020 года валютные резервы ЦБ Турции упали с 78,0 млрд до 37,9 млрд долларов США (минимум с 2005 года). Объем чистых международных резервов сократился вовсе до 16,8 млрд долларов США (минимум с 2004 года). При этом, подобный колоссальный объем поддержки турецкой валюты интервенциями практически не помог сдержать падение лиры.

В целом, с января по ноябрь текущего года курс доллара США к турецкой лире вырос с 5,8 до исторического рекорда в 8,5, то есть на 46%. Здесь необходимо отметить, что сокращение международных резервов вкуче с обесценением лиры в дальнейшем создает трудности уже другого характера

– для обслуживания краткосрочного внешнего долга страны, текущий объем которого равен 134 млрд долларов США.

В свою очередь, вопреки ожиданиям, активное снижение ключевой ставки не позволило сдержать падения экономики Турции. За первое полугодие 2020 года ВВП Турции сократился на 2,75% (-9,9% за второй квартал). Существенную роль в этом сыграла пандемия COVID-19, но вместе с тем, негативные последствия несбалансированного снижения ключевой ставки также отразились на ограничении роста турецкой экономики.

Таким образом, в результате подобной денежно-кредитной политики ЦБ Турции, выраженной в бескомпромиссном смягчении монетарных условий, рост ВВП не получил в полной мере ожидаемой поддержки, суверенный кредитный рейтинг страны опустился до спекулятивного уровня, инфляция двукратно превысила таргет, отток капитала, долларизация и курс лиры побили исторические рекорды, существенно снизились валютные резервы, а также заметно возросла вероятность долгового кризиса.

В результате ЦБ Турции кардинально пересмотрел свою политику. Во-первых, в начале ноября этого года в центробанке был назначен новый глава – Наджи Абгал, который до 2018 года был министром финансов Турции. По мнению международных аналитиков, его назначение позволит ЦБ Турции стать более независимым от политики правительства. Во-вторых, 19 ноября на первом заседании ЦБ под руководством Наджи Абгала ключевая ставка была резко повышена – с 10,25% до 15%. Ранее, в сентябре предыдущий глава ЦБ Мурат Уйсал пытался выправить ситуацию путем повышения ставки с 8,25% до 10,25%, но это оказало лишь кратковременную поддержку лире, так как рынок ожидал дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий, а этого не произошло.

Теперь же ЦБ Турции нацелен на продолжение цикла повышения ключевой ставки до тех пор, пока инфляция в стране не начнет демонстрировать стабильный тренд замедления и не будет восстановлено доверие к лире. К слову, на фоне резкого повышения ключевой ставки курс турецкой лиры к доллару США укрепился на 10,5% – с пиковых 8,5 до 7,6.

В итоге, анализируя турецкий кейс, мы прекрасно видим к чему может привести необоснованное снижение ставки. При реализации монетарной политики в Казахстане, нам следует брать это во внимание, чтобы не стать свидетелями той череды событий, которая имела место в экономической политике Турции.

На первый взгляд, резкое снижение ставки выглядит достаточно привлекательным решением для стимулирования экономической активности, но в конечном итоге мы получим цепочку негативных последствий, которые поставят под угрозу финансовую стабильность страны. Поэтому денежно-кредитная политика должна быть взвешенной, а экономический рост сбалансированным.