

## Отзыв на проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов»

Проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» от 14.10.2015 г. (далее Проект) предполагает, что основной стратегический вектор монетарной политики в среднесрочном периоде останется прежним. Банк России будет действовать в рамках режима таргетирования инфляции при свободном плавании обменного курса рубля, достигая своих целей за счет управления ключевой ставкой, определяющей стоимость межбанковского кредитования. Долгосрочная цель по инфляции выбрана на уровне 4% и, в соответствии с прогнозом регулятора, уже в 2017 г. темпы роста потребительских цен удастся снизить до этих значений. Решение об уровне ключевой ставки, как и прежде, будет приниматься, исходя из баланса между инфляционными рисками и рисками значительного охлаждения экономической активности. При этом поддержание финансовой стабильности также остается приоритетом регулятора. Одним из факторов, обеспечивающих запас прочности российской финансовой системы являются резервы Банка России, поэтому в дальнейшем он продолжит пополнять их.

Макроэкономическое состояние в России по-прежнему существенно зависит от внешних условий, среди которых Банк России считает наиболее значимыми денежную политику в США и других крупных развитых странах, состояние экономики Китая и конъюнктуру рынка углеводородного сырья. С учетом этого центральный банк разработал несколько сценариев развития экономики на ближайшие три года, которые отличаются прежде всего предполагаемой ценой на нефть. Согласно базовому сценарию цена на нефть останется на текущих значениях (около 50 долл. США за баррель) на протяжении ближайших трех лет, и в этих условиях в 2016 г. продолжится рецессия, а экономический рост восстановится только к 2017 г. В оптимистичном сценарии цена на нефть постепенно повышается и достигает 75 долл. США за баррель в 2018 г. При этом темп роста ВВП в 2016 г. остается в районе нулевых значений, а в 2017 г. окажется в пределах 2%. Предпосылкой стрессового сценария является падение цены на нефть ниже 40 долл.

за баррель, за которым последует новое ослабление рубля, рост цен и углубление экономического спада. Во всех сценариях снятие санкций не предполагается. В целом, три данные сценария покрывают наиболее вероятные варианты развития событий. Отметим, что детали стрессового сценария не раскрываются, что, на наш взгляд, является неоправданным, так как его реализация на практике представляется вполне вероятной.

На наш взгляд стратегический курс, выбранный руководством Банка России, является верным. Таргетирование инфляции при свободном плавании обменного курса представляет собой наиболее современный режим денежно-кредитной политики, которого придерживается не только большинство развитых стран, но который активно внедряют формирующиеся экономики. Банк России в данном случае следует общемировому тренду. Рыночное курсообразование играет важную роль амортизатора внешних шоков и оказывает стабилизирующее воздействие на платежный баланс и экономическую активность. Решение ЦБ РФ и дальше придерживаться политики невмешательства в валютный рынок, таким образом, также представляется правильным. Отметим, что инфляционное таргетирование является гибким режимом денежно-кредитной политики, позволяющим оперативно реагировать на изменение экономической ситуации. Это означает, что в случае необходимости ЦБ РФ сможет изменять направленность своей политики, реагируя на возможные новые вызовы и шоки.

Центральный банк оставляет за собой право осуществлять интервенции на валютном рынке в том случае, если возникнет угроза финансовой стабильности. Поддержание устойчивости финансовой системы критически необходимо, особенно в российских условиях, для которых характерна высокая волатильность как потоков капитала, так и условий торговли. Кризис в банковском секторе угрожает масштабным экономическим спадом и дестабилизацией, поэтому вполне оправдана готовность регулятора осуществлять интервенции, если возникнет ситуация предельной турбулентности на финансовых рынках.

В Проекте Банк России подчеркивает, что его официальный мандат не предполагает обеспечения фиксированного обменного курса. Согласно Конституции РФ (ст.75, ч.2) Банк России должен обеспечивать устойчивость национальной валюты, однако неверно трактовать это как фиксацию курса рубля

относительно той или иной иностранной валюты. Обеспечение устойчивости рубля предполагает защиту его покупательной способности, что достигается через снижение темпов инфляции и повышения предсказуемости инфляционных процессов. Именно это является главной целью режима таргетирования инфляции, приверженность которому декларируется Банком России в Проекте. По этой причине отказ от непосредственного управления обменным курсом и свободное ценообразование на валютном рынке не противоречит официальному мандату ЦБ РФ. Наша интерпретация мандата денежных властей полностью совпадает с интерпретацией, изложенной в Проекте.

Вместе с тем, таргетирование инфляции не предполагает полное игнорирование ситуации на валютном рынке, поскольку движение обменного курса является важнейшим фактором инфляции. Процентная политика оказывает косвенное влияние на обменный курс, поэтому она может быть использована для сдерживания инфляционных процессов, вызванных девальвационным давлением. Мы рассматриваем такую практику как правильную и, согласно Проекту, Банк России будет этой практики придерживаться.

В то же время, на наш взгляд, вопросы вызывает намерение ЦБ РФ пополнять международные резервы. Конечно, они являются в некотором смысле гарантом макроэкономической стабильности и повышают уверенность экономических агентов в способности денежных властей справиться с финансовой нестабильностью. В то же время практику пополнения резервов в 2015 году вряд ли можно признать успешной, так как оно последовало после предоставления значительных объемов валютного рефинансирования банковской системе. Иными словами, ЦБ РФ сначала оказывал повышательное давление на курс рубля, предоставляя валютную ликвидность банкам, а затем приступил к покупкам валюты. В достаточно тяжелых макроэкономических условиях следующих нескольких лет пополнение международных резервов способно дестабилизировать ситуацию на валютном рынке, что может привести к новому всплеску инфляции, ставя под сомнение достижение основной цели ЦБ РФ по инфляции. Таким образом, мы полагаем, что возобновление покупок валюты на рынке возможно лишь при значительном улучшении внешних условий.

Базовый сценарий прогноза ЦБ РФ, в основе которого лежат предпосылки об инерционном характере развития российской экономике, предполагает, что в 2016 г. инфляция окажется в пределах 5,5-6,5%, а к 2017 г. снизится до целевого уровня, равного 4%. Факторами такого замедления роста цен станут слабая экономическая динамика и стабилизация цен на нефть на текущем уровне. По нашим представлениям даже с учетом данных факторов, работающих на сдерживание роста цен, обеспечить снижение уровня инфляции до описанных значений вряд ли получится без чрезмерно болезненного ужесточения денежной политики. Инфляционные процессы в России имеют заметную инерцию, поэтому, на наш взгляд, более обоснованным было бы прогнозировать уровень инфляции в пределах 6-8% в 2016 г. и 5-7% в 2017 г. в рамках базового инерционного сценария. Отметим, что по данным самого Банка России, инфляционные ожидания экономических агентов остаются высокими и составляют около 15%.

Отметим, что в предыдущие годы Банк России систематически занижал ориентиры по инфляции, и в итоге фактические темпы роста ИПЦ оказывались выше прогнозируемых. При этом регулятор не придерживался политики жесткого таргетирования темпов роста ИПЦ и в случае, когда инфляция превышала целевой уровень, он не шел на радикальное ужесточение денежно-кредитной политики, что подрывало доверие к нему экономических агентов. Между тем, доверие экономических агентов к политике ЦБ РФ является ключевым фактором успеха режима таргетирования инфляции. Поэтому мы считаем, что Банк России должен закладывать в прогноз более реалистичные уровни инфляции, но не отказываться при этом от долгосрочного ориентира в 4%.

Заметим, что кроме отсутствия в тексте Проекта информации о стрессовом сценарии развития экономики в нем также не достает комментариев ЦБ РФ относительно некоторых аспектов, имеющих принципиальное значение для политики ЦБ РФ. В ситуации экономического спада происходит рост проблемной задолженности у банков. На наш взгляд, Проект должен содержать оценки устойчивости банковского сектора и вероятности возникновения кризиса плохих долгов в ситуации умеренно высоких ставок. Вместе с тем, продолжающаяся практика отзыва лицензий у банков увеличивает нагрузку на АСВ. Ужесточение денежной политики в США и замедление темпов экономического роста в Китае,

вероятно, приведет к волне оттока капитала с формирующихся рынков и падению цен на энергоносители. В подобных обстоятельствах неизбежно будет расти просроченная задолженность и возникнут риски дестабилизации банковского сектора, что может вынудить ЦБ РФ изменить проводимую денежно-кредитную политику. Банк России по-видимому, осознает эту угрозу, но в Проекте не дает никаких оценок и никакой информации о том, как он намерен противодействовать этим тенденциям. Остается неясным, считает ли регулятор достаточным для преодоления возможных кризисных явлений того инструментария, который был им использован в последние полтора года.

Таким образом, в целом можно согласиться с общим курсом денежно-кредитной политики, изложенном в Проекте. Российская экономика оказалась в ситуации стагфляции, которая была спровоцирована как проблемами структурного характера, так и внешними шоками. В этой ситуации особенно важно сконцентрироваться на фиксации инфляционных ожиданий и найти правильный баланс между стимулированием экономической активности и подавлением роста цен. Ведущую роль в предотвращении попадания в многолетнюю стагфляцию играют денежные власти. Курс, которого придерживается сегодня Банк России, позволяет значительно снизить риски подобного развития событий.