

**КУРС ЦБ – СРЕДНЕСРОЧНО-СТАБИЛЬНЫЙ<sup>1</sup>****Е.Горюнов, П.Трунин**

*Курс Банка России в среднесрочной перспективе не изменится: регулятор будет добиваться снижения инфляции до уровня 4% в 2017 г. Это следует из проекта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов». В существующих условиях достижение этой цели требует от монетарных властей сохранения ключевой ставки на текущем уровне. Причина – высокие инфляционные ожидания и более медленное снижение инфляции, чем ожидалось.*

Стратегический вектор монетарной политики в России в среднесрочной перспективе останется прежним. Это следует из проекта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» от 14 октября 2015 г. Банк России намерен действовать в рамках режима таргетирования инфляции при свободном плавании обменного курса рубля, достигая своих целей за счет управления ключевой ставкой, определяющей стоимость межбанковского кредитования. Среднесрочная цель по инфляции установлена 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 внешние резервы Банка России, поэтому в дальнейшем он продолжит пополнять их.

Макроэкономическая ситуация по-прежнему в существенной степени зависит от внешних условий, среди которых ЦБ 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 ценой на нефть.

Согласно базовому сценарию цена на нефть останется на текущих значениях (около 50 долл. за баррель) на протяжении ближайших трех лет, и в этих условиях в российской экономике в 2016 г. продолжится рецессия, а экономический рост восстановится только к 2017 г. В оптимистичном сценарии цена на нефть постепенно повышается, достигая 75 долл. 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%. Пред-

<sup>1</sup> Статья из Оперативного мониторинга экономической ситуации в России. Тенденции и вызовы социально-экономического развития. 2015. № 16. Ноябрь.

посылкой же 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 этих сценария покрывают наиболее вероятные варианты развития событий. Отметим, что детали стрессового сценария не раскрываются, что, на наш взгляд, вряд ли является оправданным, так как его реализация на практике представляется возможной.

По нашему мнению, стратегия, выбранная Банком России, является верной. Таргетирование инфляции при свободном плавании обменного курса представляет собой актуальный режим денежно-кредитной политики, которого придерживается не только большинство развитых стран, но и активно внедряют страны с переходной экономикой. 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 внешней торговли.

В проекте Банк России подчеркивает, что его официальный мандат не предполагает обеспечения фиксированного обменного курса. Согласно Конституции РФ (ст.75, ч.2) ЦБ 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 повышение 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 противоречат официальному мандату ЦБ РФ. Наша интерпретация мандата денежных властей совпадает с интерпретацией, изложенной в проекте.

Вместе с тем таргетирование инфляции не предполагает полного игнорирования ситуации на валютном рынке, поскольку движение обменного курса является важнейшим фактором уровня инфляции. Поскольку процентная политика оказывает влияние на обменный курс, постольку 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, вызывает вопросы намерение ЦБ 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. Тем не менее практику пополнения резервов в 2015 г. вряд ли можно признать успешной, так как она последовала за предоставлением значительных объемов валютного рефинансирования банковской системе. Иными словами, ЦБ 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. Таким образом, мы полагаем, что возобновление покупок валюты на рынке возможно лишь при значительном улучшении условий внешней торговли и капитальных потоков.

Базовый сценарий прогноза ЦБ РФ, основанный на представлениях об инерционном характере развития российской экономики, 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 этих факторов, работающих на сдерживание роста цен, обеспечить снижение уровня инфляции до описанных значений вряд ли возможно без чрезмерно болезненного ужесточения денежной политики.

Инфляционные процессы в России достаточно инерционны, 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, ожидания со стороны экономических агентов роста цен в следующем году остаются пока высокими и составляют около 15%.

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 индекса потребительских цен. 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 Банку России следовало бы закладывать в прогноз несколько более высокие уровни инфляции, не отказываясь при этом от долгосрочного ориентира в 4%.

Заметим, что, кроме отсутствия в тексте проекта информации о стрессовом сценарии развития экономики, в нем также не достаает, на наш взгляд, комментариев ЦБ РФ относительно ряда важных аспектов его политики. В ходе экономического спада происходит рост проблемной задолженности у банков. В этих условиях хотелось бы увидеть в проекте оценки устойчивости банковского сектора и вероятности возникновения кризиса плохих долгов в ситуации умеренно высоких ставок.

Продолжающаяся практика отзыва лицензий у банков увеличивает нагрузку на Агентство по страхованию вкладов. Ужесточение денежной

политики в США и замедление темпов экономического роста в Китае, вероятно, приведут к волне оттока капитала с формирующихся рынков и, возможно, к 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 не дает оценок и информации о том, как он намерен противодействовать этим тенденциям. Остается неясным, считает ли регулятор достаточным для преодоления возможных кризисных явлений тот инструментарий, которым он пользовался в последние полтора года.

Российская экономика оказалась в ситуации стагфляции, которая была спровоцирована как проблемами структурного характера, так и внешними шоками. В этой ситуации особенно важно сконцентрироваться на снижении инфляционных ожиданий и найти правильный баланс между стимулированием экономической активности и подавлением роста цен. Ведущую роль в предотвращении угрозы многолетней стагфляции играют денежные власти. Курс, которого придерживается сегодня Банк России, позволяет значительно снизить риски подобного развития событий. В частности, принятое 30 октября решение оставить ключевую ставку и ставки по операциям ЦБ РФ по предоставлению и абсорбированию ликвидности неизменными полностью укладывается в рамки такой политики.

Напомним, что ЦБ РФ последовательно снижал ключевую ставку в текущем году после резкого ее повышения в декабре прошлого года для стабилизации ситуации на финансовом рынке. В последний раз ставка была снижена на заседании Банка России, состоявшемся 3 августа, однако уже на предпоследнем заседании 11 сентября регулятор не стал снижать ключевую ставку. Основная причина такой политики ЦБ РФ заключается в том, что как фактическая инфляция, так и инфляционные ожидания по-прежнему остаются высокими при относительной стабилизации ситуации в реальном секторе экономики.

По итогам октября инфляция в годовом выражении (за предшествующие 12 месяцев) составила 15,6%, то есть с лета замедления инфляции по сравнению с прошлым годом практически не наблюдается. За январь-октябрь цены выросли на 11,2%, а с 1 по 9 ноября – еще на 0,3%. Это означает, что ИПЦ за ноябрь может составить около 1%, а по итогам года превысить 13%.

Конечно, в конце 2015 г. уменьшение инфляции в годовом выражении неизбежно, так как инфляционный всплеск конца 2014 г. был связан со значительным ослаблением рубля, которое вряд ли повторится. Но скорость снижения инфляции оказывается ниже, чем ожидалось ранее.

В таких условиях принятое ЦБ РФ решение по сохранению ключевой ставки на прежнем уровне выглядит вполне оправданным. Пока реальные ставки по кредитам нефинансовым организациям остаются на невысоком уровне, а инфляционные риски по-прежнему высоки, смягчение денежно-кредитной политики является нецелесообразным. Кроме того, снижение ставки могло бы привести к новому ослаблению рубля и дополнительному инфляционному давлению. ●