

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ЦЕНОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ, УСТОЙЧИВОСТЬ К ШОКАМ ¹

Е.Горюнов, С.Дробышевский, П.Трунин

Проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов» (далее – Проект), подготовленный Банком России, не предполагает существенных изменений в монетарной политике в предстоящий среднесрочный период. Своей основной задачей российские денежные власти видят обеспечение ценовой стабильности и повышение устойчивости финансового сектора к возможным макроэкономическим шокам. Банк России не отказывается от цели снизить потребительскую инфляцию до 4% к концу 2017 г., поэтому регулятор планирует сохранить умеренно жесткую денежную политику. Активных интервенций на валютном рынке не предполагается, и курсообразование останется свободным.

Последовательность денежных властей объясняется тем, что фактическая макроэкономическая динамика в целом соответствует той, которую прогнозировал регулятор, когда определял целевые параметры монетарной политики. Внешнеэкономический фон в последний год был относительно стабильным, и российская экономика продолжила адаптацию к новым уровням цен на нефть и новому уровню обменного курса.

Риск эмиссионного кредитования

В Проекте особо подчеркивается, что динамичное экономическое развитие невозможно без смены модели роста с сырьевой на инвестиционно-ориентированную. Фактором, который обусловил увеличение выпуска в России в 2000-х годах стали высокие цены на углеводороды, рост был по своей природе экстенсивным и не сопровождался диверсификацией экономики. Сейчас потенциал этой модели исчерпан, поэтому устойчивый рост возможен только при условии проведения структурных реформ, которые, по мнению Банка России, должны быть ориентированы на повышение производительности труда и эффективности управления, обновление основных фондов, развитие инфраструктуры и формирование качественных институтов.

Свою роль в этом процессе регулятор видит в том, чтобы создавать условия для экономического роста, что предполагает обеспечение нормального денежного обращения с предсказуемым ростом цен, поддержание значительного запаса прочности финансовой системы, позволяющего исключить возможность масштабного финансового кризиса, а также управление процентными ставками с целью стимулировать достаточный уровень сбережений.

Банк России критически относится к возможности масштабного использования льготного кредитования как механизма стимулирования роста, но допускает некоторое ограниченное использование таких мер

¹ Статья из МЭС №18(36) Ноябрь 2016 г.

для поддержки отдельных предприятий и отраслей. Массированное эмиссионное финансирование промышленности, по мнению ЦБ РФ, только ускорит рост цен, ударит по экономической и социальной стабильности, но не станет действенным инструментом развития производства ввиду отсутствия эффективных механизмов, позволяющих отобрать наиболее перспективные инвестиционные проекты. Вместе с тем, регулятор оценивает общую долговую нагрузку в корпоративном секторе как высокую, поэтому дальнейшее расширение кредитования приведет к росту дисбалансов и создаст риск кризиса плохих долгов.

Также Банк России отрицательно относится к идее возвращения к активной валютной политике, поскольку, по его мнению, свободное рыночное ценообразование делает курс более восприимчивым к меняющимся внешним условиям, что позволяет экономике мягче адаптироваться к ним. Колебания обменного курса могут быть значительными, что станет оказывать негативное влияние на макроэкономические процессы, но поскольку фундаментальной причиной этих колебаний является низкая диверсификация российской экономики и доминирование сырья в структуре экспорта, меры денежной политики сами по себе не способны решить проблему волатильности обменного курса.

Точка зрения Банка России, изложенная в Проекте, представляется нам разумной и обоснованной. Стратегический выбор, который сделал ЦБ РФ, перейдя к инфляционному таргетированию и отпустив рубль в свободное плавание, имеет прочный научный фундамент и соответствует лучшим международным практикам денежной политики. Выбранный Банком России монетарный режим позволяет справиться с теми проблемами, которые могут быть решены мерами денежной политики, и при этом он не предполагает попыток воздействия на те макроэкономические параметры, на которые ЦБ не может эффективно влиять в долгосрочной перспективе. К таким параметрам относятся потенциальный уровень выпуска, показатель монетизации экономики, реальный обменный курс и реальная ставка кредитования.

Можно согласиться с позицией Банка России относительно нежелательности массированного кредитования Центробанком промышленности. Более того, на наш взгляд, льготное кредитование, как и другие меры промышленной политики, по своему содержанию не относятся к монетарной политике. Если правительство сочтет необходимым осуществить массовое кредитование избранных отраслей по пониженным ставкам, то для этих целей правильным было бы использовать финансовые ресурсы бюджета, которые распределялись бы через соответствующие институты развития. В этом случае издержки и риски, связанные с некоммерческим кредитованием, будут в явном виде ложиться на бюджет, отражая реальную цену данной политики и создавая стимулы для более рационального распределения средств, в то время как при эмиссионном кредитовании Центральным банком издержки и риски лягут на всю экономику бременем инфляционного налога.

Факторы макроэкономической динамики

Банк России определяет внутренние и внешние факторы, которые будут играть определяющую роль в среднесрочной макроэкономической динамике. Среди них выделяются конъюнктура рынка углеводородов, темпы экономического роста в странах – партнерах России, денежная

политика в крупнейших экономиках и прежде всего в США, а также бюджетная политика российского правительства. ЦБ РФ рассматривает три сценария развития событий, допускающие как падение цены на нефть до 25 долларов США за баррель, так и ее рост до 50 долларов. Предположительно, бюджетная политика во всех сценариях будет следовать утвержденному консервативному курсу. Предлагаемые сценарии представляются достаточно разумными, однако в Проекте отсутствуют подробные комментарии относительно действий ЦБ РФ в ситуации, когда в действительности политика российского Министерства финансов окажется мягче запланированной. Такое развитие событий нельзя исключать, поэтому представляет интерес более детальное обсуждение тех мер, которые предпримет ЦБ в этом случае.

Процентные ставки

Отдельного комментария заслуживает политика высоких реальных процентных ставок. Цель достигнуть темпов роста цен в 4% к концу 2017 г. является весьма амбициозной – с учетом инертности российской инфляции. Чтобы реализовать эти намерения и обеспечить «заякорение» инфляционных ожиданий экономических агентов, Банк России проводит консервативную процентную политику. За прошедший год ключевая ставка была снижена только на 1 п.п., притом что инфляция за этот же период сократилась почти на 9 п.п., а это при одновременном снижении ожидаемой инфляции означает существенное повышение реальной ставки и ужесточение денежной политики. Поддержание реальной ставки денежного рынка в положительной области помогает сдерживать рост цен за счет повышения привлекательности сбережений и тем самым приближает достижение цели по инфляции в 4% к концу 2017 г., но одновременно с этим несет риски снижения экономической активности. Основные направления денежно-кредитной политики прошлого года содержали комментарии относительно рисков рецессии, в новом же Проекте они не обсуждаются, и, на наш взгляд, в документе недостает оценок вероятности возможного негативного влияния растущих реальных ставок на экономический рост.

Информационная политика и ожидания рынка

Эффективность информационной политики регулятора, предполагающей влияние на ожидания экономических агентов, на наш взгляд, может быть более высокой. Именно уровень инфляции, при его таргетировании, выступает важнейшим фактором результативности воздействия денежных властей на динамику цен и выпуска через канал ожиданий. На текущий момент, говорится в Проекте, экономические агенты ожидают, что инфляция будет выше той, которую предполагает достичь ЦБ РФ, а ключевая ставка, соответственно, окажется ниже.

Такое несоответствие ожиданий рынка и планов регулятора создает угрозу рецессии. Если Банк России продолжит следование выбранному курсу, то денежная политика окажется жестче, чем предполагали экономические агенты, и за этим последуют сокращение инвестиций, падение совокупного спроса и экономический спад. Если денежные власти откажутся от поставленных целей и адаптируются к текущим ожиданиям, снизив ставку, то для экономических агентов это станет дополнительным основанием не доверять декларациям регулятора о решимости до-

стичь целевых уровней инфляции. Следствием чего станет повышенная инфляция, обусловленная высоким фоном инфляционных ожиданий.

Таким образом, несогласованность планов ЦБ РФ и прогнозов рыночных игроков может обернуться неблагоприятными последствиями либо в виде рецессии, либо в виде потери репутации регулятора.

Хотя денежные власти фиксируют несоответствие между ожиданиями рынка и собственными намерениями, они не признают недостаточную эффективность своей информационной политики. В действительности отсутствие доверия экономических агентов заявлениям Банка России представляет собой существенное ограничение для результативности его политики, поэтому денежным властям следует обратить особое внимание на эту проблему. На наш взгляд, причина неполного доверия декларациям Банка России заключается не столько в недостаточной транспарентности процентной политики регулятора, сколько в ограниченной интенсивности информационных интервенций и разъяснительной работы. Кроме того, на доверие экономических агентов ЦБ РФ оказывает существенное негативное влияние то, что исторически Банк России практически никогда не достигал заявленных инфляционных целей.

В целом же политика денежных властей, описанная в Проекте, является вполне разумной и обоснованной как с теоретической, так и с практической точек зрения. Правильной представляется четкая ориентация денежной политики на достижение только тех целей, которые в принципе могут быть достигнуты монетарными мерами. Некоторые сомнения вызывает слишком оптимистичный план снизить рост цен до целевого уровня к концу 2017 г., однако, после того, как ЦБ РФ публично объявил о своем намерении достигнуть этой цели, отказ от нее в пользу более мягкой политики приведет к потере доверия к Банку России. При этом ожидания экономических агентов относительно процентной политики заметно отличаются от планов денежных властей, и заслужить их полное доверие к своей политике Банку России пока не удалось. ●