

Комментарий к проекту Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов

Проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», опубликованный 12.09.2014 г., предполагает, что в целом направленность политики Банка России останется неизменной. Задачи, которые перед собой ставит ЦБ РФ, сводятся к следующим трем пунктам: переход к режиму плавающего обменного курса к концу 2014 г., переход к инфляционному таргетированию в среднесрочной перспективе и снижение инфляции до 4,5% по итогам 2015 г. и до 4% к концу 2016 г. При этом в Проекте утверждается, что достичь указанных целей по инфляции возможно и без исключительного монетарного ужесточения, которое могло бы привести к сильному замедлению экономической активности. Проводимую на сегодняшний день денежную политику Банк России оценивает как умеренно жесткую.

На наш взгляд, общее направление монетарной политики, представленное в проекте основных направлений денежно-кредитной политики, является правильным. В частности, с нашей точки зрения, абсолютно оправдана цель в 4% инфляции к концу 2016 года, хотя в текущих условиях она кажется достаточно оптимистичной, исходя из вероятного ослабления рубля, шока предложения на рынке продовольственных товаров и инфляционной инерции. В качестве реалистичных ориентиров нам представляются уровни инфляции 5,0–6,5% в 2015 г. и 4,0–6,0% в 2016 г. В это связи, с нашей точки зрения, существуют репутационные риски для ЦБ РФ, связанные с объявлением достаточно жестких ориентиров по инфляции на каждый год, вместо целевого значения индикатора на конец периода таргетирования, без принятия на себя ежегодных обязательств.

Также хотелось бы отметить, что в складывающихся макроэкономических и политических условиях объявленная политика ЦБ РФ может вступить в противоречие с экономическим курсом правительства, поэтому существует значительная угроза частичной потери независимости Банком России.

Важными условиями перехода к инфляционному таргетированию являются отказ от активной интервенционной политики и повышение эффективности политики управления ставкой процента. Банк России за последние два–три года добился существенного прогресса в превращении процентной политики в

работающий инструмент, воздействующий на состояние денежного рынка. В последние годы процентный коридор ЦБ РФ последовательно сужался, а реальная ставка денежного рынка вышла из аномально низких отрицательных значений в положительную область, отражая временную стоимость денег. В то же время вопрос об эффективности трансмиссионных механизмов ДКП, обеспечивающих трансляцию изменений ставки на денежном рынке в колебания ставок по кредитам нефинансовому сектору на различные, в том числе длительные сроки, пока остается открытым. Начиная с июля 2014 г. Банк России также устранился от вмешательства в формирование обменного курса. Согласно Проекту ЦБ РФ не планирует вмешиваться в ценообразование на валютном рынке, за исключением тех случаев, когда интервенции могут понадобиться для сохранения устойчивости финансового сектора. Такой подход представляется нам разумным.

Заметим, что в представленном документе не упоминается об использовании интервенций для сглаживания колебаний обменного курса, хотя ранее ЦБ РФ прибегал к таким мерам в рамках политики валютного коридора. Таким образом, декларируется отказ от т.н. управляемого плавания (*managed floating*). Со стратегической точки зрения это правильно, но при этом ограничивается набор инструментов, которыми ЦБ РФ может воспользоваться в случае возникновения валютной паники. Не исключено, что в подобных случаях ЦБ РФ все же придется применять какие-то дополнительные инструменты для стабилизации курса или вернуться к интервенциям. Мы согласны с тем, что для достижения эффективности своей политики ЦБ РФ не должен объявлять конкретные численные параметры таких интервенций, либо условий их применения, однако основные инструменты валютной политики, на наш взгляд, должны быть обозначены.

В целом, на наш взгляд, в документе отсутствует четкое изложение позиции ЦБ РФ относительно влияния колебаний курса рубля и снижения номинального курса на динамику инфляции (эффект переноса курса в цены) и оценка связанных с этим рисков не достижения установленных денежными властями целей по инфляции.

В проекте основных направлений ДКП представлены три сценария на период 2015–2017 г., каждый из которых предполагает низкие значения темпа роста ВВП и торможение инфляции. На наш взгляд, они в целом неплохо отражают спектр

возможного развития событий. ЦБ РФ рассматривает первый сценарий как основной и наиболее вероятный. В рамках данного сценария ВВП растет темпом 1% в 2015 г. и 1,9% в 2016 г. При этом денежным властям удастся выполнить задачу сокращения инфляции до 4% к концу 2016 г. Банк России ожидает, что торможение инфляции в 2015-16 годах произойдет естественным образом в условиях пониженной экономической активности, замедления кредитования, исчерпания влияния факторов, давших основной вклад в рост цен в 2014 г. (имеется в виду рост геополитической напряженности, санкции и монетарное ужесточение в США), и умеренно жесткой денежной политики. Таким образом, денежные власти исходят из того, что им удастся достигнуть заявленной цели по инфляции без монетарного ужесточения.

По нашим представлениям этот сценарий следует рассматривать как оптимистичный, в то время как более вероятным представляется реализация второго сценария. В соответствии с ним рост ВВП в 2015 и 2016 г. составит 0,9 и 1,5% соответственно. Инфляция в 2015 г. будет находиться в диапазоне от 6 до 6,5%, а в 2016 г. – от 4,5 до 5%. Таким образом, в рамках данного сценария Банку России не удастся достичь декларируемых целей по инфляции. Заметим также, что оба сценария предполагают сохранение цены на нефть на уровне выше 100 долларов США за баррель. Падение цен на нефть заложено только в третий сценарий, в котором рост ВВП оказывается ниже, а инфляция выше.

В Проекте упомянуты новые инструменты рефинансирования, включая свопы с золотом на срок от 1 до 7 дней, планы расширения ломбардного списка, а также предполагается продолжить использование рефинансирования под залог нерыночных активов и инвестиционных проектов, гарантированных государством. Необходимость использования данных инструментов связана с тем, что на сегодняшний день Банк России в значительной мере исчерпал существующие возможности залогового кредитования кредитных организаций, а в ситуации закрытия внешних рынков средств ЦБ РФ являются фактически единственным источником роста денежного предложения в стране. Хотя большое количество инструментов делает денежную политику более гибкой, это достигается ценой частичной потери прозрачности проводимой политики. На наш взгляд, в Проекте не достаёт более полного и детального представления об иерархии инструментов

денежной политики и том, за счет каких источников в среднесрочной и долгосрочной перспективе будет увеличиваться предложение денег в экономике. Необходимо, чтобы Банк России описал, каковы будут каналы расширения денежной базы в условиях ограниченности активов, которые могли бы выступать залогом по регулярным операциям РЕПО, и отказа от рублевой эмиссии под выкуп валюты. В качестве одной из стратегических целей денежные власти должны ставить построение понятной системы не слишком большого количества инструментов денежной политики, выстроенных в четкую иерархию.

Существенный риск, на наш взгляд, представляет обостряющийся конфликт между политикой ЦБ РФ, направленной на сдерживание инфляции, и экономическим курсом правительства, ориентированным на повышение налогов и стимулирование экономики и, как следствие, рост инфляции. В подобные периоды автономность денежных властей проходит испытание на прочность. Такие факторы, как восстановление экономик США и Европы, сопровождающееся повышением процентных ставок, и возможное продолжение снижения цены на нефть будут оказывать давление на рубль. В условиях свободного плавания обменный курс рубля начнет снижаться, что будет транслироваться в рост цен на импортные товары и разгонять инфляцию. Если Банк России будет придерживаться объявленной политики, то в качестве ответной меры он будет вынужден повышать ставки, что негативно скажется на темпах экономического роста.

Следствием этого может стать возрастающее политическое давление на денежные власти со стороны правительства. Это может принимать различные формы. К примеру, введение процедуры согласования цели по инфляции с правительством, развитие практики кредитования Банком России «приоритетных направлений» или расширение мандата ЦБ РФ и включения в его зону ответственности стимулирования экономического роста и обеспечения занятости. Результатом таких действий будет потеря существенной доли автономности Банка России и откладывание на более поздние периоды (вплоть до возможного полного отказа от) перехода к инфляционному таргетированию.

В целом, можно согласиться с изложенными в Проекте представлениями о перспективных изменениях в области управления денежной сферой. В течение ближайших нескольких лет российская экономика будет балансировать на грани

попадания в стагфляцию, поэтому данный период неизбежно окажется достаточно тяжелым с точки зрения реализации монетарной политики.

С. Дробышевский, П. Трунин, Е. Горюнов