

Денежно-кредитная политика Центрального банка РФ в условиях экономической нестабильности

Трунин П.В., д.э.н.

Институт Гайдара, РАНХиГС при Президенте России

5 октября 2018 г., Душанбе

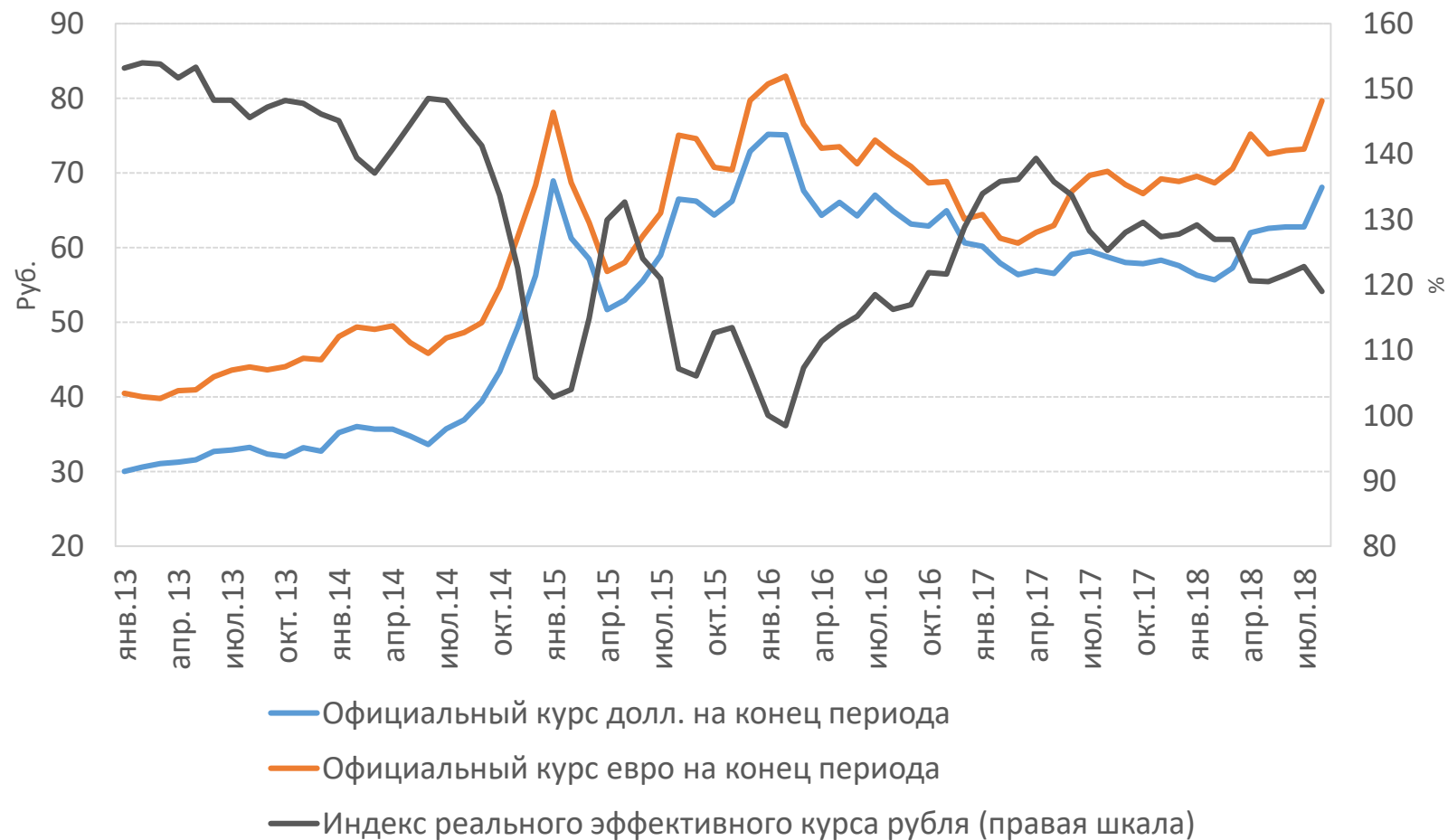
В 2017-2018 гг. Банк России планировал завершить переход к нейтральной ДКП

- Российская экономика адаптировалась к санкциям
- Условия торговли значительно улучшились
- Темп экономического роста был близок к потенциальному
- Инфляция на потребительском рынке находилась стабильно ниже целевого ориентира
- Инфляционные ожидания экономических агентов устойчиво снижались
- Нейтральная ставка оценивалась ЦБ РФ на уровне 6-7%

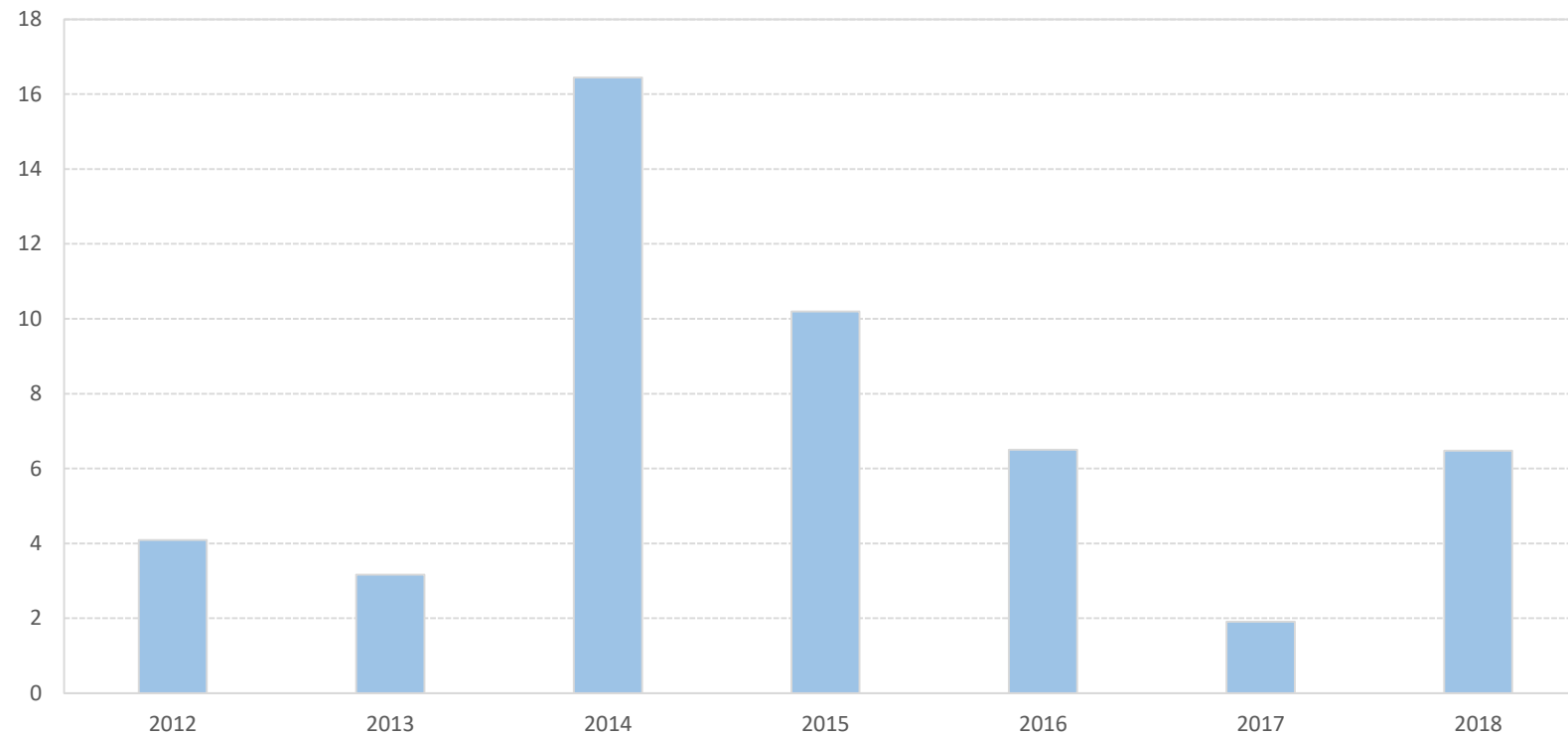
Однако в 2018 г. реализовался ряд рисков

- Усиление санкций против России и сохранение высоких рисков дальнейшего усиления санкций
- Ухудшение ситуации на всех развивающихся рынках в результате ужесточения монетарной политики США
- Рост рисков инвестирования в развивающиеся рынки в связи с финансовой нестабильностью в Аргентине и Турции
- Отток капитала с российского рынка государственных ценных бумаг

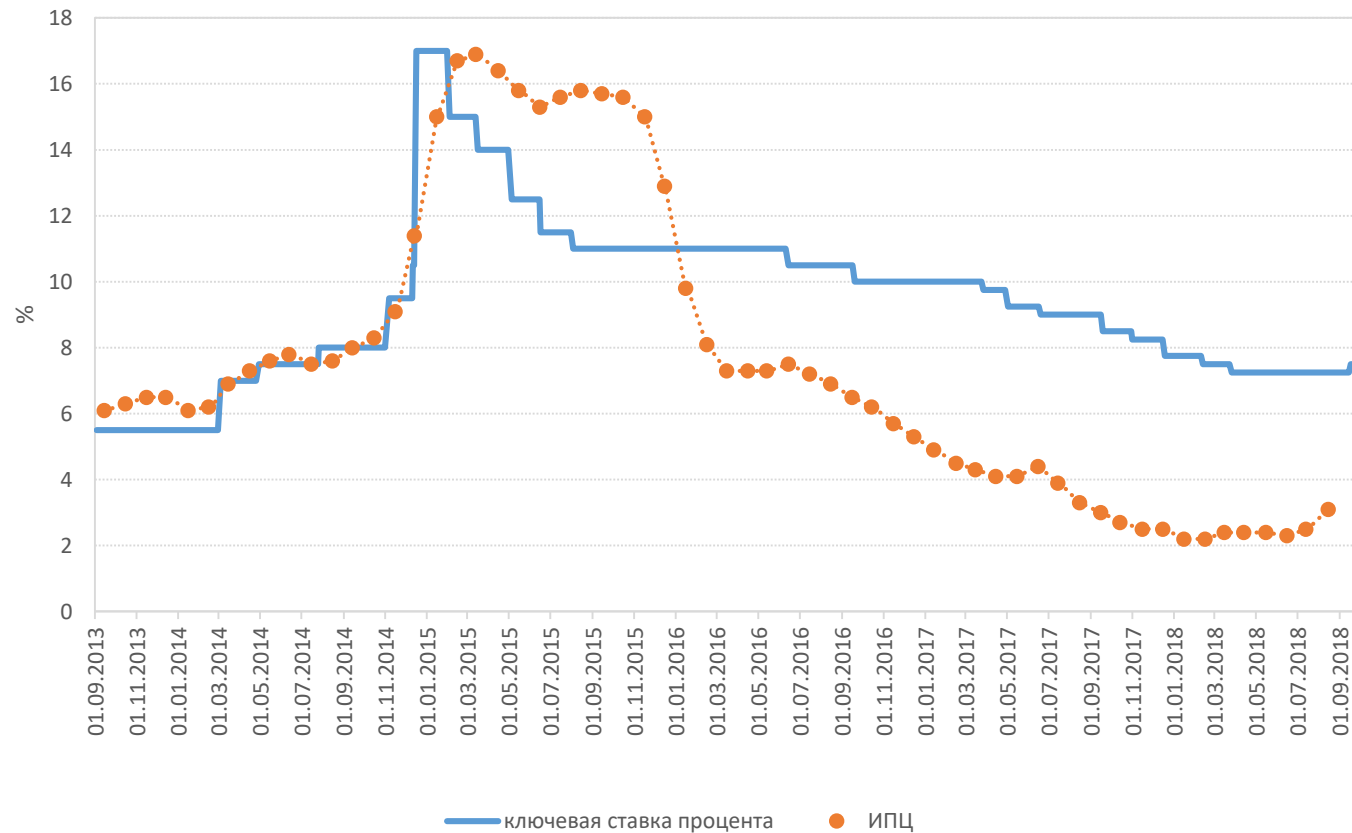
С учетом покупок валюты для Минфина России эти факторы создали значительное давление на курс рубля



В 2018 г. наблюдалось увеличение курсовой волатильности рубля



Под влиянием внешних и внутренних факторов в сентябре 2018 г. произошло изменение тренда денежно-кредитной политики ЦБ РФ



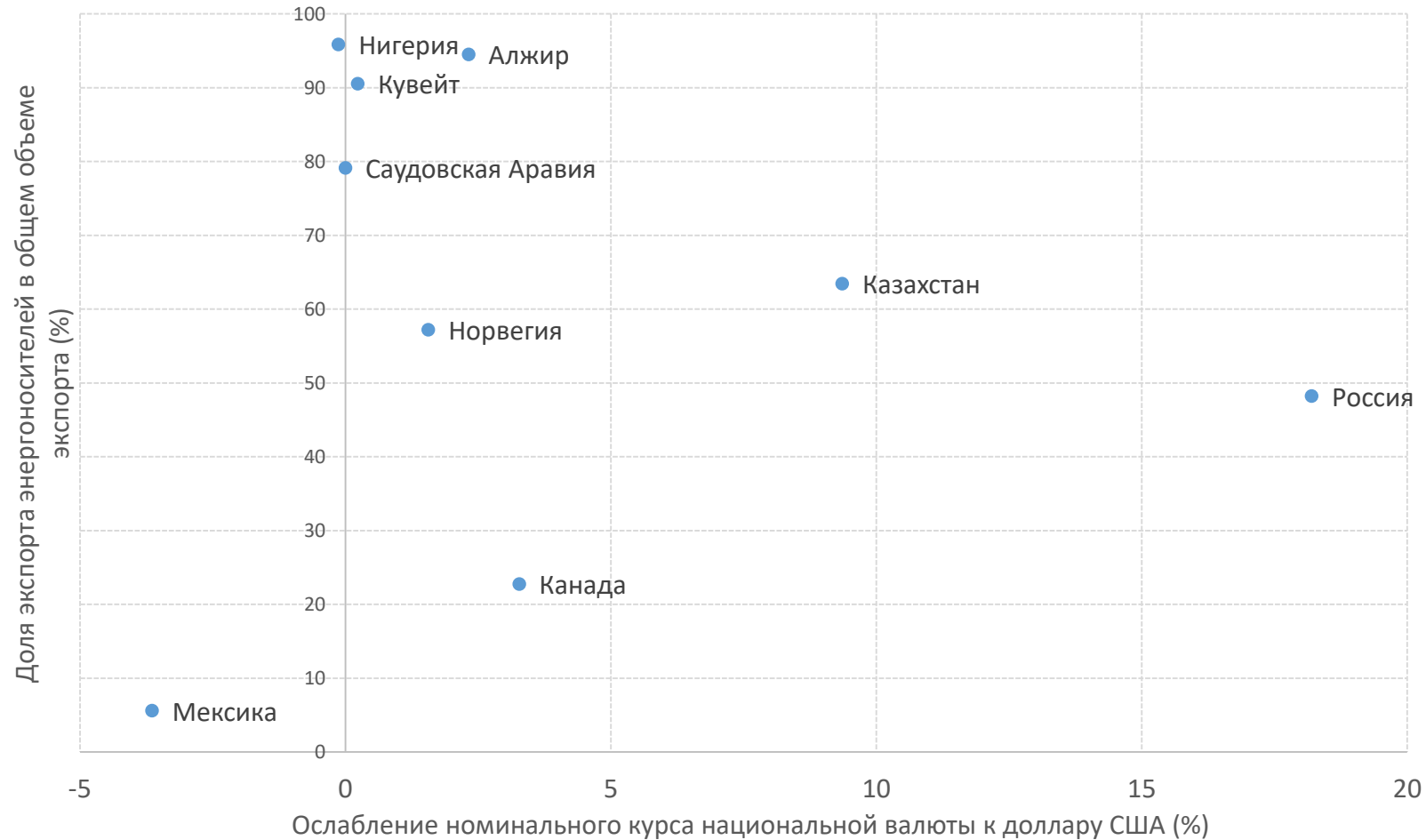
В апреле 2018 г. произошла первая волна ослабления рубля

- После введения в начале апреля неожиданно жесткими санкциями со стороны США за апрель 2018 г. рубль обесценился по отношению к доллару на 10,8%, опустившись до 63,5 руб. за доллар.
- Такое ослабление рубля могло привести к росту инфляции на 1–1,5 п.п.
- Существенное падение курса рубля в апреле произошло в ситуации, когда цены на нефть за апрель выросли на 7,7% до 74,7 долл./барр. (рекордного уровня за последние несколько лет). В случае снижения цен давление на рубль усиливается
- В результате в рамках апрельского решения по ДКП Банк России приостановил снижение ключевой ставки процента, сохранив ее на уровне 7,25% годовых.

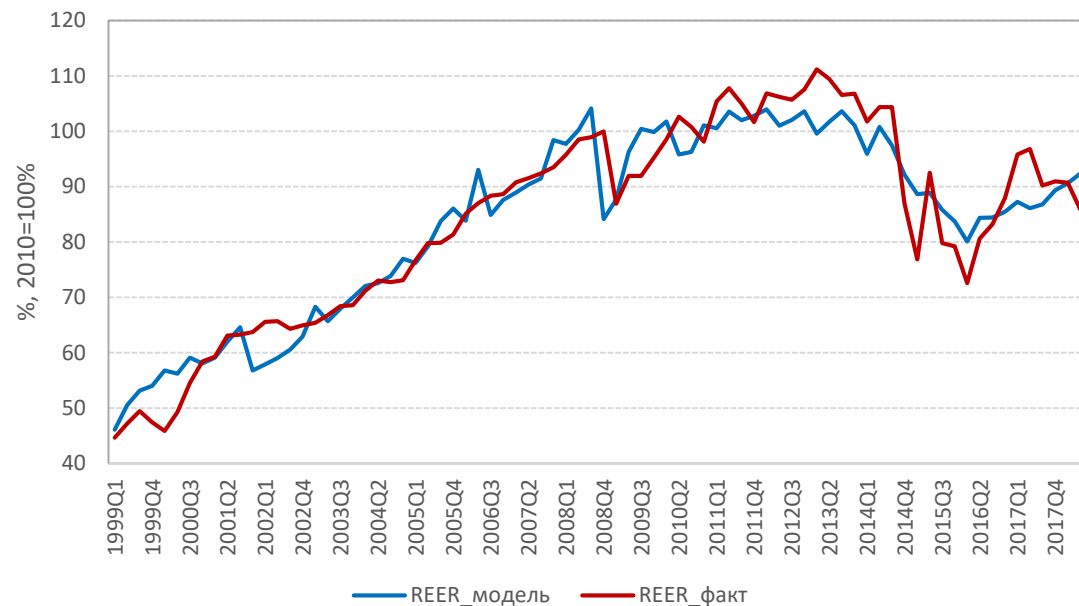
Вторая волна ослабления рубля в августе 2018 г.

- Введение новых санкций против РФ в августе и ожидания дальнейшего их ужесточения, отток капитала из развивающихся стран вследствие ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США и кризисов в Турции и Аргентине привели к ослаблению рубля к доллару в августе 2018 г. на 8,4%
- Ситуация усугублялась покупками валюты для Минфина России, объем которых с начала 2018 г. по 23 августа ставил 2,1 трлн руб.
- Шок на валютном рынке и решение о повышении НДС с 2019 г., принятое в середине июня 2018 г., привели к росту прогноза инфляции Банка России до 5,5%
- В инфляционные ожидания экономических агентов выросли до 9,9 (9,7% в июле 2018 г., минимальное значение за всю историю наблюдений было достигнуто в апреле 2018 г. – 7,8%)
- Банк России 14 сентября впервые с 2014 г. принял решение о повышении ключевой ставки на 0,25 п.п. до 7,5% годовых.
- С целью снижения волатильности на финансовых рынках 23 августа 2018 г. ЦБ РФ объявил о прекращении покупки валюты на рынке для Минфина России до конца сентября, а в рамках заседания Совета директоров 14 сентября продлил приостановку покупки иностранной валюты на внутреннем рынке до конца декабря 2018 г.

Тем не менее за январь-июль 2018 г. рубль упал значительно сильнее, чем валюты других экспортеров нефти



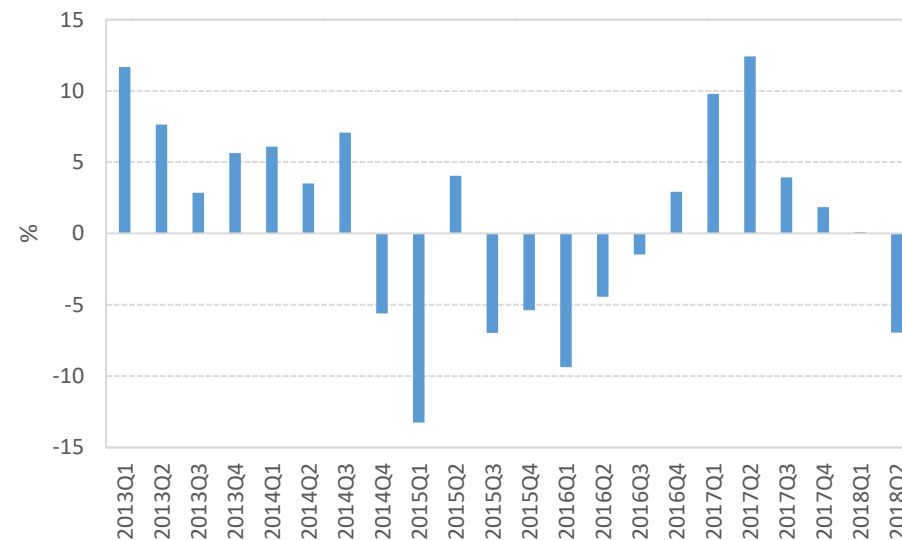
Реальный курс рубля недооценен



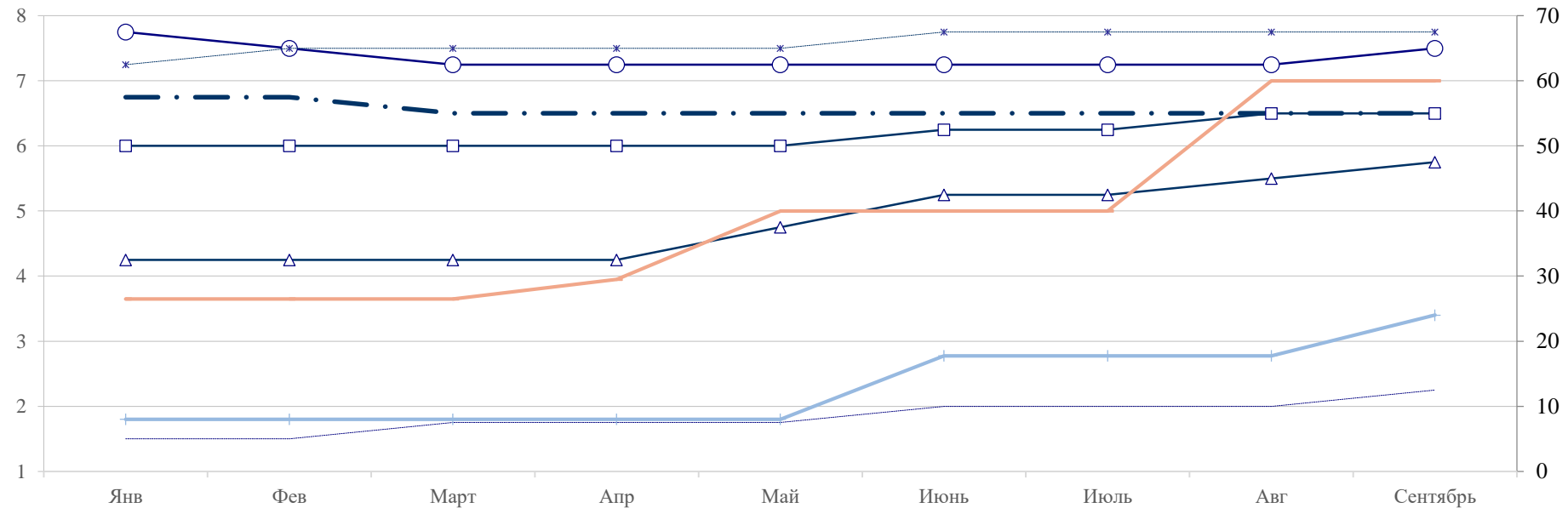
Фундаментально обоснованные значения реального эффективного курса рубля определяются исходя из динамики таких факторов, как реальная цена на нефть, относительная производительность труда в России и Германии, отношение чистых иностранных активов частного сектора к ВВП.

- Переоценка рубля в 2017 г. имела место в условиях повышенного спроса нерезидентов к российским ценным бумагам
- По итогам 2 кв. 2018 г. фактический курс оказался ниже фундаментально обоснованного, на 6,9%. Возвращение рубля к фундаментально обоснованному уровню потребует укрепления рубля к доллару на 5-6%.

Степень переоценки (+)/недооценки (-) реального эффективного курса рубля



Ключевые ставки в развивающихся странах в 2018 г. росли



- Россия
- Индия
- △ Индонезия
- Турция (правая ось)
- * Мексика
- △ Индонезия
- Аргентина (правая ось)
- Бразилия
- Саудовская Аравия

Перспективы денежно-кредитной ПОЛИТИКИ

- Ослабление рубля, увеличение НДС, относительно высокие инфляционные ожидания будут создавать предпосылки для инфляции, несмотря на низкий потребительский спрос
- Возобновление покупок иностранной валюты Минфином России в начале 2019 г. окажет давление на рубль, но в начале года профицит текущего счета сезонно растет
- Пока повышение ключевой ставки не означает ужесточение ДКП, так как реальные ставки снижаются. Но увеличение ставки имело важный сигнальный эффект
- Синхронное повышение ключевых ставок ЦБ развивающихся стран позволило стабилизировать ситуацию
- Неопределенность остается высокой. Если новые риски не реализуются, новые повышения ключевой ставки могут не потребоваться. Однако в случае введения новых санкций, значительного ухудшения условий торговли или ситуации в развивающихся странах может потребоваться ужесточение ДКП

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!