

Деньги и инфляция

5. Новое руководство не стало менять основные принципы денежно-кредитной политики

Банк России представил проект «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015–2016 годов» (далее проект ОНДКП). Целевые ориентиры по инфляции стали предельно точными, а рубль по-прежнему ждет одностороннее плавание.

1. Цели – точечные, сроки – прежние

Новое руководство Центрального банка сохранило прежними приоритетные цели денежной политики – переход к таргетированию инфляции и политике свободного курса рубля. В документе впервые указаны точечные ориентиры по инфляции на трехлетнюю перспективу (4,5% в 2014 и 2015 гг. и 4,0% в 2016 г.). При этом сроки перехода к режиму плавающего валютного курса остались прежними: к 2015 г. проведение регулярных валютных интервенций с целью воздействия на динамику валютного курса будет прекращено.

Впрочем, говорить о большей жесткости обещаний нового руководства Банка России не приходится. Если в предыдущих аналогичных документах указывался однопроцентный целевой диапазон по инфляции, то теперь этот диапазон стал трехпроцентным. То есть при целевой инфляции в 4,5% приемлемой для себя денежные власти будут считать инфляцию в диапазоне от 3 до 6%.

Практически одновременно с появлением проекта ОНДКП для публичного обсуждения Банк России заявил о возможном пересмотре целей по инфляции. Оказывается, в документ было заложено полное замораживание тарифов естественных монополий – как для промышленности, так и для населения, а в самый последний момент глава МЭР А. Улюкаев неожиданно заявил, что тарифы

для населения все-таки будут повышены. По мнению председателя Банка России Э. Набиуллиной, это может прибавить к инфляции дополнительные 0,5%.

В этой ситуации не совсем понятно, почему Банк России таргетирует рост потребительских цен (т.е. инфляцию в целом), а не базовую инфляцию (т.е. за вычетом краткосрочного неравномерного изменения цен под влиянием отдельных факторов, которые носят административный, событийный, а также сезонный характер). Таргетирование базовой инфляции позволило бы полностью исключить неверное толкование цели Центрального банка и обеспечить ее однозначное понимание, причем без дополнительных допустимых отклонений инфляции. В противном случае непонятно, будет ли Банк России менять целевые ориентиры по инфляции с учетом индексации тарифов для населения, или это «новшество» Правительства будет «укладываться» в предельное отклонение от целевого уровня, или предел допустимых отклонений будет увеличен?

2. Направлений денежно-кредитной политики поубавилось

Из проекта ОНДКП исключено одно из важных направлений деятельности Банка России (по крайней мере, так утверждалось в ОНДКП предыдущего года) – содействие развитию рынка производных финансовых инструментов, предоставляющего субъектам экономики возможности по хеджированию курсового и процентного рисков.

Возможно, предшествующие планы регулятора по созданию механизма использования валютных свопов на срок до 1 года и других инструментов денежно-кредитной политики (оперативная замена ценных бумаг на другие из Ломбардного списка без перезаключения сделки РЕПО и т.п.), формирования современных механизмов регулирования и надзора за рисками кредитных организаций на указанных сегментах финансового рынка уже признаны выполненными. А возможно, Банк России просто не стал брать на себя дополнительные риски.

Банк России также не включил в проект ОНДКП потребность в дальнейшем совершенствовании дифференцированного режима надзора за отдельными кредитными организациями в зависимости от их системной значимости, уровня прозрачности, сложности бизнеса и степени соблюдения регулятивных норм. По всей видимости, в отношении системно значимых банков дополнительные механизмы регулирования и контроля уже не нужны, и повторение ситуации, подобной Банку Москвы, уже не грозит банковской системе.

3. Сценариев стало больше, но при этом экономика страны растет медленнее мировой

Банк России рассмотрел четыре сценария, соответствующих различным внешним условиям и ценам на российскую нефть марки Urals на уровнях 75–76 долл./барр. в 2014–2016 гг. (вариант 1), 100–101 долл./барр. (вариант 2а и 2б) и 125–126 долл./барр. (вариант 3). Развилка во втором варианте обусловлена различными оценками скорости восстановления внутреннего спроса, а также оценками темпов роста потенциального выпуска (сценарий «б» в этом плане является более оптимистичным и соответствует первому варианту прогноза правительства). Два крайних сценария предусматривают отклонение среднегодовой цены нефти на 25 долл. в меньшую и большую сторону. В отношении внутренних условий во всех вариантах делается предположение о сохранении инерционного развития российской экономики.

В текущем году Россия вновь имеет темпы экономического роста ниже среднемирового (с 1999 г., за исключением 2009–2010 гг., наблюдалась обратная динамика). По словам главы Минэкономразвития, для российской экономики загорелся «красный сигнал». По нашему мнению, при заданных внешних и внутренних предпосылках этот сигнал не гаснет – ожидается отставание российской экономики от мировой и в среднесрочной перспективе даже при увеличении нефтяных цен до 126 долл./барр.

Приход на Неглинную бывшего министра экономики сказался на заметном оптимизме в прогнозах. Так, в наихудшем первом сценарии, согласно проекту

ОНДКП, возможен лишь краткосрочный кризис в 2014 г. (ВВП в реальном выражении сокращается на 1%). И это в сценарии, когда среднегодовые цены Urals падают немногим меньше по сравнению с кризисом 2009 г. Напомним, тогда среднегодовые цены на российскую нефть упали на треть, а российская экономика – на 7,8%.

Кроме этого, Банк России уверяет всех (без предъявления аргументации), что чувствительность российской экономики к нефтяным ценам является не очень высокой. При разбросе нефтяных цен в диапазоне 75–125 долл./барр. рост ВВП в 2015–2016 гг. укладывается в узкий коридор 1,8–4%.

4. Платежный баланс станет сбалансированным, но неустойчивым

По прогнозу Банка России, в трех сценариях из четырех платежный баланс можно назвать сбалансированным – по крайней мере, в текущей его части. Профицит сальдо текущих операций (СТО) составляет 15–25 млрд. долл. в 2014 г., 11–15 млрд. долл. в 2015 г. и 3–15 млрд. долл. в 2016 г. В сценарии высоких нефтяных цен к верхней границе приведенных оценок следует добавить, соответственно, 35, 25 и 20 млрд. долл. С одной стороны, сжатие профицита СТО является позитивным моментом – избыток нефтедолларов не будет толкать рубль в сторону укрепления. С другой стороны, исторический опыт показывает, что уровень профицита СТО в 1% ВВП является предвестником (как бы это помягче выразиться) сильного ослабления рубля. И этот уровень пробивается во всех прогнозных сценариях, кроме последнего (высокие нефтяные цены).

Неустойчивости прогнозу добавляет тот факт, что сохранение слабого профицита СТО (впрочем, в прошлом году предполагалось, что уже в 2015 г. возможен переход к дефициту) опирается на замедление роста импорта товаров и услуг. Если брать крайние сценарии низких и высоких цен на нефть, то проясняется еще одна сомнительная гипотеза Банка России – более слабая (чем ранее) реакция импорта на движение нефтяных цен. Так, в первом сценарии, при падении нефтяных цен почти на четверть в 2014 г., импорт сокращается на 12%, тогда как в схожей ситуации в 2009 г. он сократился на 40%. В случае сильного роста

стоимости барреля нефти импорт растёт на 10%, хотя даже в текущем году при стабильных ценах рост импорта, согласно прогнозу Банка России, составит 5%. Конечно, динамика импорта определяется не только динамикой нефтяных цен, но и валютным курсом, но если поверить Банку России в том, что валютные резервы будут расти, то можно предположить, что рыночная ситуация будет давить в сторону укрепления рубля, а денежные власти будут этому мужественно противостоять.

Чистый отток капитала в современных реалиях прогнозировать сложно. Типичный пример: в этом году отток капитала не только не сократился (до 10 млрд. долл. в соответствии с ОНДКП прошлого года), но даже может увеличиться до 67 млрд. долл. по сравнению с 54 млрд. долл. в 2012 г. Похоже, что Банк России и не пытался всерьёз ничего прогнозировать, а просто компенсировал оттоком капитала по СТО, которое у него получалось. Результат, однако, получился интересный. С одной стороны, в 2014 г. сохраняется существенный (хотя и меньший чем в 2012–2013 гг.) отток капитала частного сектора – 30 млрд. долл., который (в очередной раз, почему-то?) сходит на нет к 2016 г.

5. Дальнейшее совершенствование механизмов управления ликвидностью

Одной из главных новаций проекта ОНДКП является реформа процентной политики Банка России и замена ставки рефинансирования на, фактически, ставку недельного РЕПО. Данная мера выглядит разумной (хотя и сильно запоздалой), ибо в существующем виде ставка рефинансирования выглядит явным анахронизмом.

Нас несколькостораживает при этом заявление Банка России о том, что ключевым инструментом денежной политики станет недельное РЕПО. Почему-то идеологи денежной политики считают, что кредиты овернайт должны изжить себя в связи с активизацией межбанковского рынка. При этом остаётся непонятным, что же произойдёт такого, что банки станут охотнее давать деньги друг другу в долг за исключением прогноза о высвобождении части ценных бумаг, находящихся в настоящее время в залоге у Банка России.

Центральный банк в своих оценках денежной программы исходит из предпосылки сохранения структурного дефицита ликвидности, то есть ещё раз подтверждая дальнейшее продвижение по пути перехода к плавающему курсу путём отказа от покупки иностранной валюты на рынке за исключением проведения интервенций и приобретения валюты под пополнение Минфином Резервного фонда. Таким образом, основным инструментом пополнения банковской ликвидности будет являться кредитование со стороны Банка России.

Однако параметры денежной программы Банка России, приведенной в проекте ОНДКП, заставляют предположить, что в нее (в неартикулированной форме) заложено существенное ужесточение денежной политики. Так, если в текущем году Банк России ожидает 50%-ный прирост чистого кредита банковской системе, что составляет чуть менее 1,5 трлн. руб., то в последующие три года эта величина снижается до 1000, 700 и 600 млрд. руб. соответственно. Такое – сокращение интенсивности прироста кредита банковской системе со стороны Центрального банка при ускорении экономического роста – в принципе возможно, но для этого банковская система должна резко повысить свои трансформационные мощности и добиться ускорения роста кредитования. Пока же наблюдается обратное.

Дмитрий Мирошниченко, Сергей Пухов