

показывают, что по итогам года почти в любом случае будут получены существенные дополнительные нефтегазовые доходы, хотя драматические сценарии, с падением цен на нефть ниже 40 долл./барр., мы не рассматривали.

Андрей Чернявский

Банки

5. Неключевое решение по ключевой ставке

На своём заседании 16 июня 2017 г. Совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку до 9,00% годовых.

Основной интригой этого заседания был вопрос, на какую величину ЦБ решится понизить ключевую ставку: на 25 или 50 б.п.? Ответ на вопрос о собственно понижении или не-понижении был фактически дан Председателем Банка России в стенах Госдумы 5 июня. «Мы сокращаем ставки, снижаем ставки. Мы будем действительно рассматривать две опции (снижение на 25 и 50 базисных пунктов)», сказала Э. Набиуллина, отвечая на вопрос журналистов⁶.

В результате регулятор предпочел более осторожный подход, обосновав его описанием традиционного набора рисков инфляционного давления, таких как:

1. Краткосрочные риски:
 - Связанные с динамикой цен на нефть.
 - Связанные с ожидаемым урожаем, его влиянием на цены продовольственных товаров и инфляционные ожидания.
2. Среднесрочные риски:
 - Дальнейшая динамика цен на нефть.
 - Усиление структурного дефицита трудовых ресурсов.

⁶ Цитата по Рейтер: <http://ru.reuters.com/article/businessNews/idRUKBN18W1SN-ORUBS>

- Изменение модели поведения домашних хозяйств, связанное с существенным уменьшением их склонности к сбережению.
- Высокая чувствительность инфляционных ожиданий к изменению цен на отдельные группы товаров и услуг и курсовой динамике.
- Возможное проведение налогового маневра.

Обращает на себя внимание, что на этот раз Банк России не озвучил такой фактор риска, как повышение ставки ФРС. Проинфляционный же характер другого традиционного внешнего фактора – цены на нефть – хоть и отмечается в пресс-релизе дважды – среди кратко- и среднесрочных источников риска, но в существенной степени дезавуируется в заявлении Председателя Банка России по итогам заседания Совета директоров. В этом заявлении Э. Набиуллина сообщила, что «мы по-прежнему предполагаем, что цена на нефть вернется к уровням, близким к \$40 за баррель в 2018–2019 годах. Мы ожидаем, что это не скажется значимо на темпах экономического роста, учитывая, что экономика уже в значительной мере адаптировалась к низкому уровню цен на нефть»⁷. Говоря о «дезавуировании», мы исходим из того, что адаптация экономики должна включать в себя и снижение трансмиссионного воздействия курсовой динамики на инфляцию.

Общее впечатление от разъяснения причины понижения ставки лишь на 25 б.п. состоит в том, что Банк России продолжает стараться обосновывать необходимость поддержания ключевой ставки на уровне, существенно превышающем текущий уровень инфляции. Мы считаем, что такая позиция вполне имеет право на существование по причине относительной нейтральности умеренного (в пределах 1,5 п.п.) снижения ключевой ставки с точки зрения её воздействия на российскую экономику. Наблюдаемое снижение рыночных ставок – как по кредитам, так и по депозитам – вызвано в основном переходом банковской системы к состоянию структурного профицита ликвидности вследствие проводимой государством бюджетной политики. Другим значимым

⁷ <http://www.cbr.ru/Press/?PrId=event&id=1158&PrintVersion=Y>

фактором, влияющим на динамику ставок в экономике, прежде всего на доходность обращающихся на рынке долговых обязательств, является приток капитала, на который воздействие ключевой ставки также носит весьма опосредованный характер. Таким образом, можно заключить, что в сложившихся реалиях более активное снижение ключевой ставки не оказало бы значимого влияния ни на указанные ставки, ни на динамику кредитования, но в то же время сузило бы пространство для маневра для самого Центробанка. На что Центробанк не решился пойти. Что ж, его право.

Дмитрий Мирошниченко