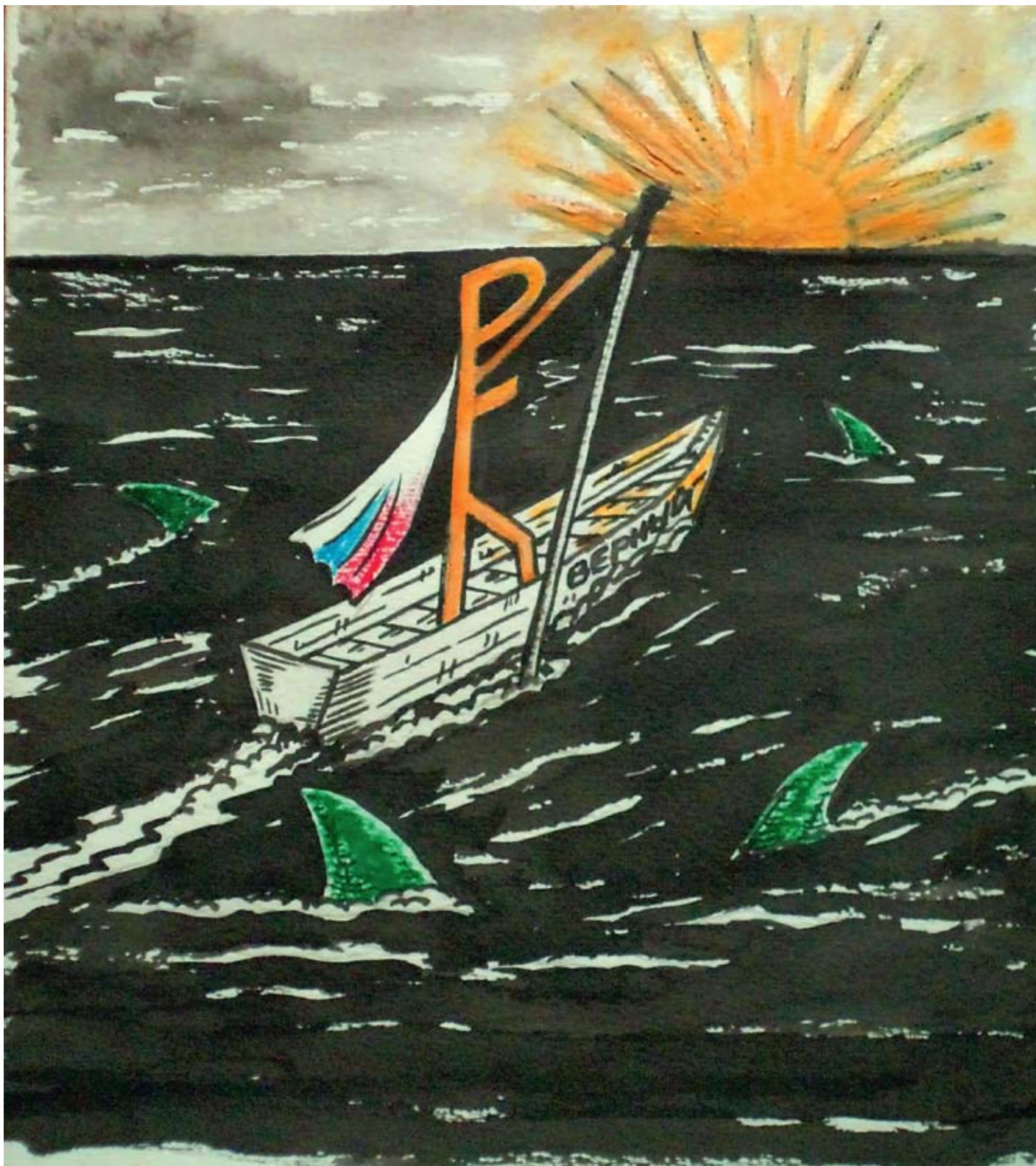


Михаил Ершов\*

# Новый курс старого лечения

Подготовленный ЦБ проект «Основных направлений единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» лежит в русле нынешней парадигмы управления денежным предложением: его каналы останутся прежними, а масштабы уменьшатся



**В** самом начале документа обозначены основные цели и задачи ЦБ РФ. Одна из целей звучит так: «Защита и обеспечение устойчивости рубля является основной функцией

Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации». А теперь взгляните на график 1, где показаны ежедневные изменения курса рубля. Видно, что после введения режима свободного плавания осенью 2014 года волатильность курса рубля резко возросла и сохраняется на более высоком уровне, чем прежде.

Читаем документ дальше. «Устойчивость рубля обеспечивается посредством поддержания ценовой стабильности, что является основной целью денежно-кредитной политики». Однако о какой ценовой стабильности можно говорить, если только с ноября 2014 года по январь 2015-го инфляция выросла практически вдвое, с 8 до 15%? Причем одним из факторов усиления инфляции было резкое удешевление рубля — с 45 до почти 70 руб./долл. (см. график 2). Не решив первую задачу — сохранение устойчивости рубля, не выполнили и вторую — достижение ценовой стабильности.

Банк России констатирует, что «резкое, почти двукратное, падение цен на нефть ниже 50 долларов США за баррель, необходимость погашения значительных объемов внешнего долга в условиях действия финансовых санкций привели к ослаблению рубля, повышению его волатильности и росту инфляционных и девальвационных ожиданий». Действительно, снижение цены на нефть неблагоприятно отразилось на большинстве стран-нефтеэкспортеров. Однако вновь обращает на себя внимание тот факт, что масштаб снижения валютного курса рубля был более существенным, чем у валют других нефтеэкспортеров (см. график 3). Причем даже у тех стран, у которых доля экспорта в ВВП играет гораздо большую роль (Кувейт, Ирак, Нигерия и др.), чем в России, а потому их национальные валюты, по идее, должны быть более чувствительны к падению нефтяных цен, масштаб обесценения валют был значительно меньше, чем у рубля.

Далее, регулятор в целом позитивно оценивает шоковые антикризисные меры по купированию неуправляемой девальвации: «Повышение Банком России ключевой ставки до 17% годовых в декабре 2014 года наряду с комплексом мер по поддержанию финансовой стабильности позволило стабилизировать ожидания, ограничить инфляционные риски

**Волатильность движения курса рубля резко возросла после перехода к режиму свободного плавания** График 1



Источник: расчеты автора по данным Банка России

**Скачки валютного курса оказывают мощное проинфляционное воздействие** График 2



Источники: Банк России, Росстат

**Прогноз показателей денежной программы (трлн руб.)**

	01.01.2015 (факт)	01.01.2016 (оценка)	01.01.2017 (базовый)
Чистые внутренние активы	-11,6	-10,7	-10,5
Чистый кредит кредитным организациям	6,5	3,1	1,4
Валовой кредит кредитным организациям	8,6	5,3	3,9
Корреспондентские счета и депозиты кредитных организаций в Банке России	-2,1	-2,2	-2,5

Источник: «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов», ЦБ РФ. Проект от 11.09.2015

и нормализовать ситуацию в банковском секторе и на финансовом рынке».

О необходимости роста ставок в России говорила и миссия МВФ. В ее документе утверждалось, что «для выполнения установленного Банком России на 2015 год целевого показателя по инфляции... Банку России следует быть готовым в течение следующего года дополнительно повысить процентные ставки». Однако следствием реализации этого сценария стало сваливание в рецессию реального сектора экономики. В последние годы в России прослеживается отчетливая корреляция между повышением ставок и экономическим ростом, когда рост ставок тормозит рост экономики, и наоборот (см. график 4).

Любопытно, что рекомендации МВФ для США в 2015 году предполагали диаметрально противоположную логику и выглядели гораздо более адекватно: «Преждевременное повышение ставок может вызвать ужесточение финансовых условий или расшатывание финансовой стабильности, что будет препятствовать росту экономики».

Повышение ключевой ставки не способствовало и нормализации ситуации в банковской сфере. В частности, активы банков за семь месяцев с начала года сократились на 3,6%; портфель кредитов

населению уменьшился на 5,2%; портфель кредитов нефинансовым организациям за этот же период вырос всего на 2,6%. Начала также отмечаться убыточность банковского сектора в целом, и его общая устойчивость в результате снижается.

### По чайной ложке

Прогнозируемые ЦБ тренды в денежной сфере также предполагают дальнейшее ужесточение монетарных подходов. В частности, в денежной программе на 2016 год предусматривается сокращение выдачи валового кредита банковскому сектору до 3,9 трлн рублей, что на 26% (или на 1,4 трлн рублей) меньше, чем в 2015 году, и почти на 55% меньше, чем в 2014-м (на 4,7 трлн рублей; см. таблицу).

При этом планируемый рост денежной массы и базы в ближайшие два года будет оставаться крайне низким (см. график 5). В результате проблемы с адекватностью уровня ликвидности банковского сектора сохранятся, а вопросы обеспеченности финансовыми ресурсами будут по-прежнему остры. Это добавит напряжения финансовой системе и затормозит создание условий, необходимых для экономического роста. Курсовая нестабильность усугубит ситуацию.

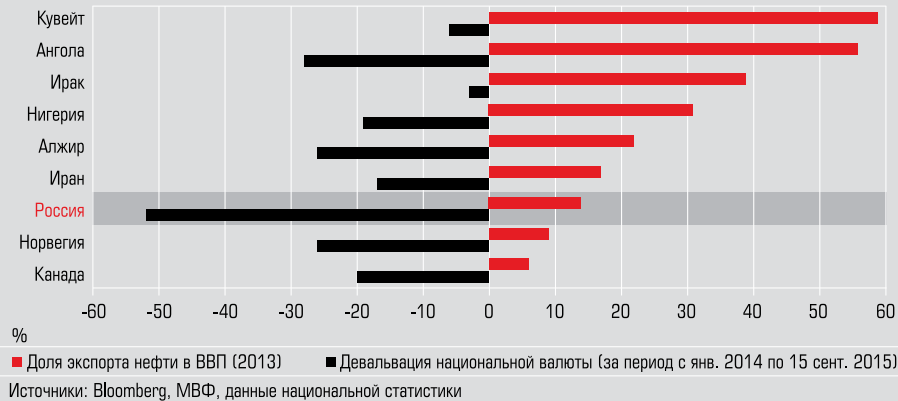
### Нужен сильный рубль

С нашей точки зрения, целесообразно проводить курсовую политику, направ-

\*Главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук.

Масштаб девальвации рубля оказался непропорционально большим по сравнению с другими нефтедобывающими странами

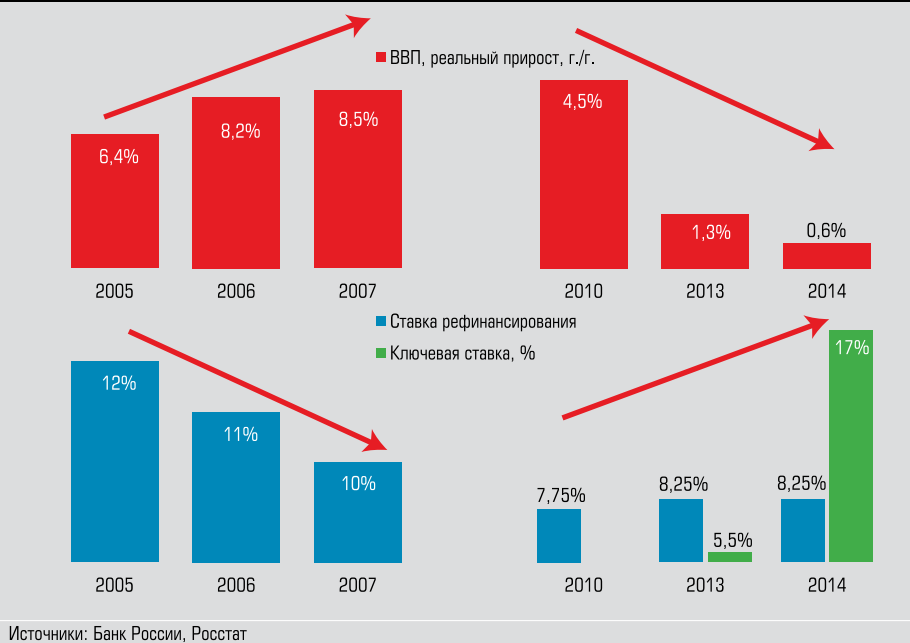
График 3



Курс на обесценение валюты в принципе небесспорен и, по сути, выгоден лишь экспортерам и бюджету

Наблюдается обратная зависимость между направлением движения ставки ЦБ и динамикой ВВП

График 4



Банк России не планирует в ближайшие три года масштабного расширения денежного предложения

График 5



ленную на обеспечение долгосрочной стабилизации реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предостав-

ляемых банками производственным предприятиям.

Курс на обесценение валюты в принципе небесспорен и, по сути, выгоден лишь экспортерам и бюджету. Его по-

бочные эффекты — усиление сырьевого профиля экономики, рост недоверия к рублю, усиление инфляции и масштабов оттока капитала. Кроме того, для всех снижается стоимость национальных активов (в том числе обостряется проблема залогового обеспечения — так называемых margin calls), ухудшается эффективность привлечения иностранных инвестиций, растут платежи по обслуживанию внешнего долга. И в целом сжимается внутренний спрос — важнейший драйвер экономического роста.

При этом, по оценкам ОЭСР, курс рубля, рассчитанный на основе паритета покупательной силы (ППС), недооценен сегодня в несколько раз. Курс рассчитан с учетом большого числа компонентов — товаров, услуг и др., включаемых в ВВП. Так, согласно ОЭСР, на декабрь 2014 года курс должен был составить 19 рублей за доллар. Учитывая, что текущий рыночный курс в течение декабря составлял 50–68 руб./долл., это говорит о том, что номинальный курс был недооценен в среднем в 3–3,5 раза относительно курса, рассчитанного на основе ППС.

В связи с этим вызывает немалый интерес прогноз об устойчивом укреплении реального курса рубля в ближайшие годы, анонсированный Министерством экономического развития РФ в конце сентября. Согласно целевому сценарию, МЭР предполагает политику крепкого рубля (2% роста реального курса в 2016 году, 5,3% в 2017-м и 4,8% в 2018-м) как фактор поддержки инвестиций в быстрое и отчасти дирижируемое правительством наращивание несырьевого экспорта из России.

С учетом негативных последствий для экономики, вызываемых девальвацией и высокой курсовой волатильностью, формирование тренда укрепления рубля, приближения его к более объективным значениям и повышения его устойчивости можно было бы только приветствовать.