

Банк России не видит реального сектора

Проект денежно-кредитной политики ЦБ не отвечает задачам роста экономики

Михаил Ершов, Институт энергетики и финансов, Финансовый университет при Правительстве РФ

Ведомости, 27.10.2020

<https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2020/10/26/844634-bank-rossii>

В сентябре оживление экономической активности замедлилось, констатирует Банк России, и вторая волна эпидемии, очевидно, усугубит ситуацию. В таких условиях важно поддерживать экономическую активность бизнеса и потребительский спрос, и это должно учитываться в денежно-кредитной политике (ДКП) ЦБ, проект которой сейчас обсуждают эксперты. В частности, требуется обеспечить возможность для роста инвестиций, а для этого необходимы длинные деньги, особенно при выходе из кризиса. Однако в проекте ничего не говорится об их источниках, и регулятор скромно умалчивает о своей роли.

Проект в его нынешнем виде вообще имеет избыточно дидактический крен. Разным теоретическим рассуждениям посвящен большой объем текста, а вот конкретным предложениям внимания уделено немного. Да, в октябре Центробанк увеличил объемы по месячным репо – но всего на месяц. Для сравнения: Европейский центробанк (ЕЦБ) при выходе из ипотечного кризиса ввел механизмы трехлетнего рефинансирования и только за несколько месяцев через этот механизм предоставил европейским банкам такой объем ресурсов, который был сопоставим с выручкой, поступившей в Россию от экспорта сырой нефти за 10 лет. Механизмы длинного рефинансирования там применяются и сейчас.

В проекте ДКП регулятор подчеркивает важность устойчивости рубля. «Защита и обеспечение устойчивости рубля являются одной из основных функций Банка России», – указывается в проекте и говорится, что такая устойчивость достигается «посредством поддержания ценовой стабильности». Да, все так. Но на деле курс рубля остается волатильным, причем его волатильность выросла, и сейчас она выше, чем у многих

других валют. Увеличивается и масштаб обесценения рубля – за девять месяцев 2020 г. рубль подешевел на 20%. Как следствие, повышается риск роста инфляции. ЦБ считает, что сейчас связь между курсом и инфляцией ослабла. Но ведь в конечном потреблении есть импорт, и его доля в настоящее время достигает почти 40%, а он неизбежно подорожает. Это вновь уменьшит потребительский спрос. К тому же потенциальный рост инфляции создает риск повышения номинальной процентной ставки. В итоге экономическая активность будет и дальше тормозиться.

При этом регулятор имеет рычаги для нормализации положения на валютном рынке. Объем золотовалютных резервов сейчас более чем вдвое превышает денежную базу рубля. Уже сам факт наличия масштабных резервов обеспечивает необходимый уровень курса, создавая позитивный информационный фон для рынка, что крайне важно. С учетом ранее сделанных заявлений регулятора о том, что он оставляет за собой право вмешиваться в валютный рынок при возникновении угроз финансовой стабильности, все это будет выглядеть тем более убедительно.

В складывающихся условиях необходимо максимально поддерживать реальный сектор. Но об этом в проекте ДКП также сказано мало. По мнению регулятора, только меры бюджетной и структурной политики могут напрямую увеличить потенциальные темпы экономического роста. А как же механизмы ДКП?

Да, в ведущих экономиках возможности таких механизмов стали уменьшаться. Но они просто уже исчерпали потенциал дальнейшего снижения ставок, их уже практически некуда снижать, поэтому бюджетная политика и выходит там на первый план. У нас же, во-первых, ставки выше, чем в других странах, и все еще часто превышают средний уровень рентабельности для многих отраслей, а во-вторых, не задействованы иные инструменты. Например, ЕЦБ начал покупать частные корпоративные облигации (нефтегазовых, энергетических и других компаний), помогая в итоге реальному сектору. Очевидно, это не входит в зону его непосредственной ответственности, но ясно, что чем прочнее реальная экономика, тем благополучнее и финансовая сфера. Поэтому ЕЦБ это и делает. Общий объем программы покупки корпоративных облигаций составляет огромные 1,35 трлн евро.

Также Банк России планирует начать публикацию траектории ключевой ставки в рамках своего макроэкономического сценария, что, безусловно, является положительным нововведением. Однако более эффективной представляется публикация конкретных диапазонов ключевой ставки на перспективу, как это происходило в ведущих странах. Это даст рынку более четкую перспективу, что крайне важно при сегодняшней неопределенности. Публикация такой информации целесообразна хотя бы до выхода экономики на траекторию устойчивого роста.

Положительным в проекте ДКП является и то, что в денежной программе прирост финансовых ресурсов в экономике в будущем году планируется в первую очередь из внутренних источников, а не из внешних, как раньше (тогда предполагалось, что финансовые ресурсы будут формироваться в основном за счет экспорта и внешних займов). В условиях внешней нестабильности, санкций и т. п. внутренние точки опоры более надежны. Однако ЦБ России прогнозирует такое изменение всего на один год, а дальше фондирование из внешних источников вновь станет главным – со всеми вытекающими отрицательными последствиями.

Волатильность валют

