

Ключевая ставка - элемент антикризисной политики ЦБ РФ

© 2017 Славин Сергей Николаевич

начальник отдела продаж малому и среднему бизнесу
Филиал “Санкт-Петербургский” ПАО “Уральский банк
реконструкции и развития”

191025, г. Санкт-Петербург, пр-т Владимирский, д. 10А
E-mail: sergeys19@yandex.ru

Рассмотрена антикризисная политика ЦБ РФ в конце 2014-го - 2015 г. Исследование направлено на изучение политики антикризисного регулирования денежного рынка через изменение ключевой ставки ЦБ РФ и влияние данной политики на регулирование инфляции.

Ключевые слова: Центральный банк РФ, экономика, ключевая ставка, инфляция, экономический спад, Россия, курс рубля, кредит.

Одна из основных функций центральных банков всех стран с рыночной экономикой - это мероприятия по снижению уровня инфляции. В арсенале регулятора есть набор инструментов, позволяющих влиять на объем денежной массы в экономике страны с целью достижения заданного денежно-кредитной политикой уровня инфляции. Политика центрального банка в области изменения уровня учетной ставки является ключевым инструментом, позволяющим эффективно воздействовать на объем предложения денег, а значит, и на уровень цен в национальной экономике.

В статье рассматривается политика Центрального банка России в период конца 2014 г. - 2015 г. в области изменения ключевой ставки. Отправной точкой исследования будем считать 1 декабря 2014 г. Уровень ключевой ставки на 1 декабря 2014 г. составлял 9,5 % (действовала с 5 ноября 2014 г.). Затем, 12 декабря 2014 г., ключевая ставка ЦБ РФ выросла до уровня 10,5 %. Для понимания общей картины экономики России в то время необходимо обратить свой взор на ряд макроэкономических показателей российской экономики того времени (см. рис. 1, 2).

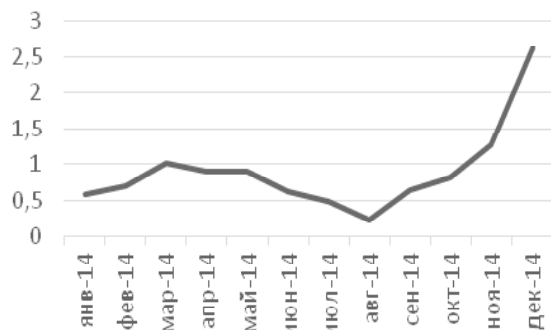


Рис. 1. Помесячная инфляция в Российской Федерации в 2014 г.

Источник. Данные сайтов Росстата, ЦБ РФ, Минэкономразвития. URL: www.cbr.ru; www.gks.ru; www.economy.gov.ru.

Четвертый квартал 2014 г. характеризовался стремительным падением нефтяных цен, что повлекло за собой давление на рубль. Если еще в сентябре 2014 г. цены на нефть были на уровне 94 долл. за баррель, то к декабрю 2014 г. цена уже снизилась до 57 долл. за баррель. Данное обстоятельство не могло не сказаться на экономике России и с учетом существенной импортной составляющей национальной экономики сулило всплеск инфляции. Меры ЦБ РФ были действительно революционными для денежного рынка того времени; 16 декабря 2014 г. было принято решение повысить ключевую ставку ЦБ РФ с уровня 10,5 до 17 %. Банковский рынок отреагировал существенным сокращением предложения денег экономике. Коммерческие банки фактически приостановили кредитование даже по ранее одобренным кредитам и действующим кредитным договорам. Этими мерами Центральный банк РФ фактически искусственно, используя имеющиеся инструменты, способствовал созданию “дефицита” рубля. Целью данной политики было удержание инфляции в заданных рамках прогноза.

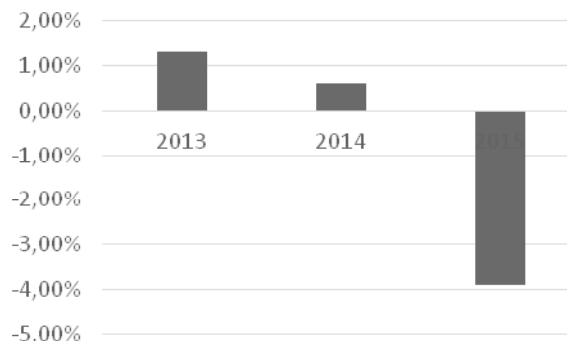


Рис. 2. Динамика ВВП Российской Федерации

Опасения Центрального банка РФ не были беспочвенными, так как ежемесячная инфляция в российской экономике стремительно росла с августа 2014 г. (см. рис. 1). Данный рост, в первую очередь, был обусловлен снижением цены на нефть в совокупности с ожиданием планомерной девальвации рубля (в тот момент ЦБ РФ уже перешел к политике свободного ценообразования рубля). Население проявляло повышенный спрос, целью которого было перевести денежные сбережения в имущественный вид, что подтверждается ожиданием ускоренной инфляции.

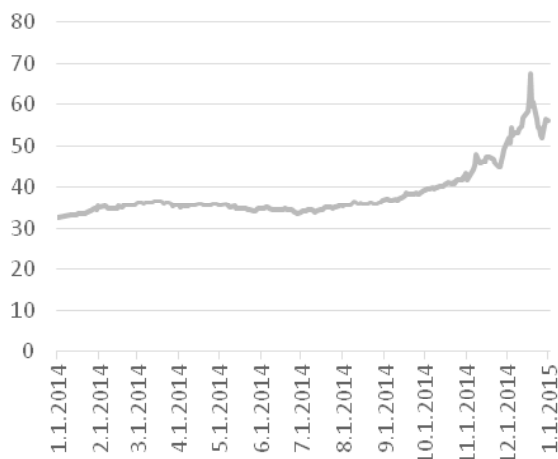


Рис. 3. Динамика курса рубля к доллару

Источник. Данные сайтов Росстата, ЦБ РФ. URL: www.cbr.ru; www.gks.ru.

На рис. 3 видно, что со II полугодия 2014 г. курс рубля по отношению к доллару стремительно пошел вниз. Неудивительно, что ЦБ РФ начал реализовывать политику по заметному увеличению ключевой ставки. Однако насколько обосновано было такое стремительное увеличение основного индикатора денежного рынка? Может быть реакция ЦБ была запоздалой и слишком радикальной? Ответы на эти вопросы, на наш взгляд, кроются в задаче ЦБ всеми силами не допустить непредсказуемый, а самое главное, резкий рост инфляции. Увеличение ключевой ставки ЦБ РФ до 17 % привело к фактической остановке кредитования коммерческими банками, что, в свою очередь, заметно сократило предложение денег.

Основной целью ЦБ РФ была «шоковая терапия рынка» с целью недопущения резкого увеличения инфляции. Данная цель была достигнута достаточно оперативно, и начиная с весны 2017 г. ЦБ РФ начал постепенно, но часто снижать ключевую ставку. С одной стороны, данные мероприятия ЦБ РФ делали кредитование реального сектора более доступным, а с другой стороны, давали позитивный сигнал рынку на восстановление. На рис. 4 мы видим, что пред-

ложение денег после I квартала 2015 г. начинает активно расти. Даже при сравнительно высокой ключевой ставке в марте 2015 г. (на тот момент она составляла 14 %), кредитование реального сектора было практически восстановлено. Во многом это было обусловлено ожиданием дальнейшего планомерного снижения ключевой ставки ЦБ РФ.

Обратим внимание на изменение ключевой ставки ЦБ РФ в 2015 г. Первое снижение ключевой ставки 2015 г. произошло 2 февраля 2015 г. до уровня 15 %. Само по себе это было симво-

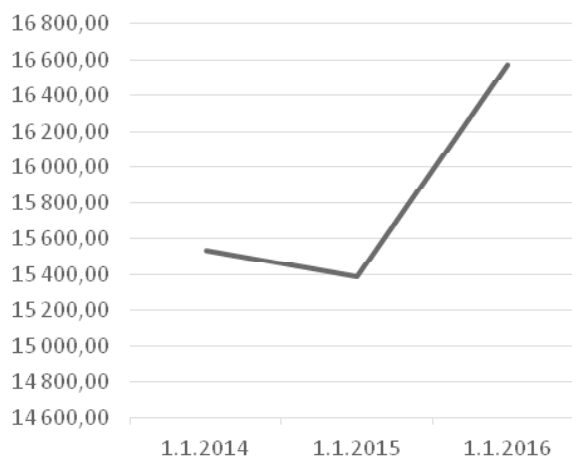


Рис. 4. Изменение М2 за 2014-2016 гг., млрд руб.

лическое понижение. Все участники рынка понимают, что ключевая ставка в 15 % - это ставка заградительного характера для экономики, но все же это был очень важный психологический момент. Этим понижением ЦБ РФ давал понять, что основные цели, которые преследовались при стремительном повышении ключевой ставки в декабре 2014 г., были достигнуты.

Очередное понижение ключевой ставки состоялось 16 марта 2015 г. до уровня 14 %, затем 5 мая 2015 г. Банк России понизил основной индикатор денежного рынка до 12,5 %. Ежемесячная инфляция с максимальных уровней в 3,85-2,2 % в январе-феврале 2015 г. снизилась до месячного уровня менее 1% уже в апреле 2015 г. (рис. 5). По нашему мнению, стабилизация уровня инфляции была вызвана двумя основными факторами. Во-первых, основным фактором являлась политика ЦБ РФ в области регулирования объема предложения денег через инструмент регулирования уровня ключевой ставки. Повысив ключевую ставку до уровня 17 %, ЦБ РФ обуздал восходящий тренд инфляции в экономике. Однако нельзя не согласиться с критикой такого резкого повышения, так как, безусловно, резкое изменение стоимости денег, усугубляе-

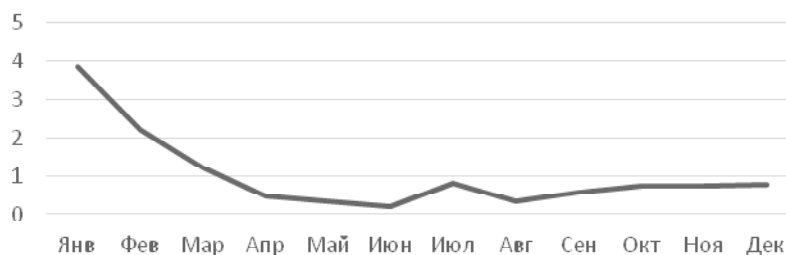


Рис. 5. Инфляция в РФ в 2015 г.

Источник. Данные сайтов Росстата, Минэкономразвития. URL: www.gks.ru; www.economy.gov.ru.

моем отсутствием “долгих” ресурсов у коммерческих банков, не способствует планомерному развитию экономики. В то же время меры по сдерживанию инфляции являются ключевыми в политике ЦБ РФ и во многом данная цель была достигнута. Во-вторых, чрезвычайно важным фактором нормализации ситуации в экономике и сокращения инфляции стало восстановление нефтяных цен на уровне выше 45-50 долл. за баррель. Однако борьба с инфляцией в России в конце 2014-го - начале 2015 г. имела оборотную сторону для экономики страны. Победа над инфляцией была достигнута отчасти в ущерб потребительскому спросу и экономическому росту в краткосрочной перспективе. После повышения ключевой ставки в декабре 2014 г. доступность и объем потребительского кредитования существенно снизились. В период с 2012-го по 2014 г. экономический рост российской экономики во многом был обеспечен постоянно увеличивавшимся потребительским спросом. Данное увеличение было обусловлено ростом доходов от экспорта нефти и перераспределением этих денег в экономику страны через расходы бюджета и постоянно растущим потребительским кредитованием. Данное обстоятельство стимулировало инфляцию спроса. Во II полугодии 2014 г. цены на нефть активно пошли вниз, но расходы бюджета оставались на высоком уровне и финансировались во многом за счет накопленных ранее резервов. Неизбежным решением было перейти к рыночному ценообразованию рубля (без существенных интервенций ЦБ РФ для поддержания курса), что запустило механизм инфляции издержек при текущем объеме импорта в экономике России. Действия ЦБ были вполне логичными, но, к сожалению, запоздалыми. Повышение ключевой ставки обеспечило резкое сокращение предложения денег в экономике, создав искусственный дефицит рубля, что привело к снижению инфляции спроса. Однако долгий период высоких цен на заемный капитал мог бы принести экономике страны еще больший вред, нежели инфляция, поэтому ЦБ РФ с I квартала 2015 г. начал давать рынку позитивные импульсы по

снижению цены денег. На этот раз данные импульсы поступали равномерно и вовремя, что позволило увеличивать предложение денег и сокращать уровень инфляции (см. рис. 4, 5). Так, уже 16 июня 2015 г. ЦБ РФ снизил ключевую ставку до уровня 11,75 %. Данный уровень вполне позволял коммерческим банкам предлагать реальному сектору кредиты на приемлемых условиях. К сожалению, объемы кредитования не вернулись к докризисному уровню, хотя предложение денег с начала 2015 г. неуклонно росло. Масштабного кредитования экономики не случилось по причине низкого инвестиционного уровня в стране. Риски инвестирования были выше, чем до 2014 г., что привело преимущественно к увеличению краткосрочного кредитования до года. На период до одного года банки вполне могли оценить риск возвратности денег.

Очередное и последнее в 2015 г. снижение ключевой ставки ЦБ РФ произошло 3 августа 2015 г. Ключевая ставка была снижена до 11 %. Ставка в 11 % вполне отвечала запросам рынка и давала возможность возобновить кредитование реального сектора на высоком уровне.

Центральный банк России имеет достаточно широкий инструментарий антикризисных мер. Регулирование объема предложения денег через изменение ключевой ставки является лишь одним из ряда инструментов по регулированию инфляции, который должен использоваться в комплексе с остальными. В российской экономике с ее большим объемом импорта и низким уровнем производства внутри страны на уровень инфляции значительно влияет курс национальной валюты. Уровень ключевой ставки, как правило, воздействует на регулирование инфляции спроса, хотя и несет в себе небольшую часть регулирования инфляции издержек через стоимость заемного капитала для заемщиков. Очевидно, что с 2014 г. политика ЦБ РФ в части антикризисных мер во многом сводилась к сдерживанию инфляции через регулирования ключевой ставки. Основная цель антикризисной политики ЦБ РФ по сдерживанию инфляции была выполнена, и инфляция за 2015 г. была на при-

емлемом, хотя и довольно высоком, уровне в 12,9 %. Повышение ключевой ставки ЦБ РФ позволило сбить спекулятивные настроения участников рынка через существенное ограничение предложения денег в начале 2015 г., что сдержало курс национальной валюты и совместно с повышением цен на нефть укрепило национальную валюту РФ, предотвратив существенную инфляцию издержек и снизив помесечный рост инфляции в несколько раз. Именно поэтому действия ЦБ РФ, несмотря на высокий годовой уровень инфляции, можно признать в целом успешными. Нельзя забывать и тот факт, что за счет свободно конвертируемого рубля экономика нашла новый баланс цены. Таким образом, можно сделать вывод о том, что большим достижением российской рыночной экономики является отсутствие решения по фиксации цен и курса рубля.

Необходимо обратить внимание и на тот факт, что относительно низкий уровень инфляции был достигнут за счет сжатия экономики. В 2015 г. ВВП РФ снизился на 3,7 %. Справедливости ради необходимо отметить, что причины снижения ВВП являются более комплексными, чем следствие повышения ключевой ставки с целью сокращения инфляции, но ЦБ РФ в данном случае внес свой вклад в сокращение ВВП РФ через борьбу с инфляцией. Эта политика ЦБ РФ была неизбежной, так как продолжение снижения инфляции в 2016 г. создало плацдарм для возобновления экономического роста в стране. К сожалению, дешевый рубль и низкая инфляция являются необходимыми, но недостаточными условиями для возобновления экономического роста в России в текущем времени. Ключевое внимание необходимо обратить на восстановление инвестиционного климата в стране, в этом случае дешевый рубль и низкая инфляция позволят достигнуть роста экономики на достаточно высоком уровне. Однако без диверсификации экономики Россия рискует опять вернуться в состояние “голландской болезни”.

Подведем выводы политики ЦБ РФ в период конца 2014-го - 2015 г. по проведению антикризисной политики через изменения ключевой ставки. Во-первых, после перехода к политике свободной конвертации рубля основной целью Центрального банка РФ стало удержание инф-

ляции в коридоре заданного таргетирования. Во-вторых, ЦБ РФ в своем арсенале имеет ряд инструментов воздействия на инфляцию, регулирование ключевой ставки является важной, но лишь одной из имеющихся мер. В-третьих, резкое повышение ключевой ставки в декабре 2014 г. было вынужденной, но запоздалой мерой. Увеличение ключевой ставки должно было быть более плавным, начиная с сентября-октября 2014 г. В-четвертых, последующее снижение ключевой ставки ЦБ РФ на протяжении 2015 г. и доведение ее до уровня 11 % было необходимым и своевременным маневром. Данная политика привела к удержанию инфляции на допустимом уровне и заметному сокращению помесечной инфляции, что обеспечило базу для стабилизации цен в 2016 г. В-пятых, политика регулирования уровня ключевой ставки, начавшаяся в 2015 г. и продолжавшаяся в 2016 г., позволила восстановить объемы кредитования экономики. Однако возврат к кредитованию на докризисном уровне возможен при принятии более комплексных мер для нормализации инвестиционного климата, но действия ЦБ РФ по понижению ключевой ставки в 2015 г. эффективно способствовали данной нормализации. Дальнейшее снижение ключевой ставки ЦБ РФ неизбежно, но в текущих макроэкономических условиях оно будет целесообразным до уровня 9-8 %. Скорее всего, до конца 2018 г. при сохранении текущих макроэкономических показателей ключевая ставка будет не ниже 9-8,7 %. Именно такой уровень цены денег в совокупности с ценой на нефть не ниже 45 долл. за баррель будет способствовать постепенному восстановлению экономики, возобновлению небольшого экономического роста не выше 1,5 % ВВП и сохранению инфляции не выше 4-6 %.

1. Кузнецова О.С., Мерзляков С.А. Сигналы о будущих изменениях ключевой ставки как инструмент информационной политики Банка России // Деньги и кредит. 2016. □ 11. С. 19-25.

2. Банк России : офиц. сайт. URL: <http://www.cbr.ru>.

3. Федеральная служба государственной статистики : офиц. сайт. URL: <http://www.gks.ru>.

4. Министерство экономического развития РФ : офиц. сайт. URL: <http://economy.gov.ru>.

Поступила в редакцию 06.03.2017 г.