Пожалуй, до сих пор я никогда не ждал заседания ЦБ по ставкам с таким нетерпением, как в январе этого года. Ибо ЦБ поистине стоял перед судьбоносным выбором, и он этот выбор сделал. Теперь осталось оценить последствия.

ЦБ сделал выбор

Павел ПИКУЛЕВ,
аналитик, Газпромбанк

К началу 2011 года российский Центральный банк, как и регуляторы многих других развивающихся стран, столкнулся с серьезной проблемой. Инфляционное давление резко увеличилось, причем из-за целого комплекса факторов: рост цен на продовольствие, исчерпание свободных мощностей в экономике, ускорение темпов роста денежного предложения и так далее. При этом выбор инструментов для борьбы с инфляцией оказался очень ограниченным. В условиях избыточной ликвидности в развитых странах и популярности Emerging Markets у инвесторов любые попытки поднять процентные ставки грозят притоком спекулятивного капитала, который, в свою очередь, ведет к чрезмерному укреплению курса национальной валюты или, в случае с управляемыми курсами, к взрывному росту денежного предложения.

На первый взгляд, с учетом той динамики по счету капитала, что наблюдалась в конце 2010 года, опасаться притока капитала России не приходится, однако следует помнить о том, что в стране один из самых непривлекательных уровней локальных процентных ставок на развивающихся рынках, особенно с учетом наших показателей инфляции. По моим оценкам, этот факт серьезно усугубляет отток капитала, связанный с неблагоприятным инвестиционным климатом, а также препятствует репатриации экспортной валютной выручки. Если бы ставки на локальном долговом и денежном уровне были на том уже уровне, что в Бразилии или хотя бы в Турции, картина с притоком капитала могла бы быть совсем другой. В таких условиях ЦБ совершенно оправданно опасается притока спекулятивного капитала — эта до поры до времени невидимая проблема грозит проявиться в полной мере, когда ставки будут повышены. В этом плане нынешние проблемы российского ЦБ ничем ни отличаются от проблем других регуляторов ЕМ, только Банк России, на мой взгляд, признал этот факт с изрядным опозданием.

Если говорить о развивающихся рынках (и России в том числе), то практически ни у кого нет сомнений в том, что денежно-кредитную политику надо ужесточать. Можно рассуждать о немонетарном характере инфляции и лежащем в ее основе глобальном продуктовом шоке. Эти рассуждения имеют под собой основание, однако вовсе не отменяют того факта, что в каких-то странах (ЮАР, Южная Корея, Мексика, Китай, Таиланд) инфляция в последние месяцы колебалась в районе 3–5% в годовом исчислении, а где-то при схожих условиях (Россия, Индия, Турция, Украина) ее средний уровень приближается к зоне двухзначных значений. При этом даже страны с относительно низкой инфляцией (по меркам ЕМ) в последнее время были озабочены ее ростом, в то время как Банк России признал наличие инфляционных рисков лишь сейчас. И это несмотря на то, что российские показатели инфляции — одни из наиболее высоких на развивающихся рынках. В этом плане обвинения в том, что ЦБ находится behind the curve, не лишены логики. С инфляцией можно и нужно бороться.

Так как же бороться с инфляцией, когда у центральных банков ЕМ связаны руки? Похоже, что к настоящему моменту складываются три основных варианта плюс их модификации.

Рецепт первый — классический, заранее одобренный всеми экономистами-теоретиками. Его суть проста: отпустить курс национальной валюты в свободное плавание и, изолировав таким образом денежное предложение от влияния внешних факторов, заняться инфляцией вплотную, то есть поднять процентные ставки до

нужного уровня. Тем не менее, к этому рецепту очень скептически относятся экономисты-практики, причем даже в тех странах, которые вроде бы давно перешли к свободному курсообразованию. Например, Бразилия, столкнувшись с укреплением номинального курса реала к доллару более чем на 30% с начала 2009 года, вынуждена активно бороться с притоком портфельных инвестиций. Причина в том, что сам по себе плавающий курс не спасает от кэрри-трейда, и связанный с ним неоправданный рост курса национальной валюты ведет к накоплению серьезных дисбалансов в экономике.

Рецепт второй — ввести ограничения на приток капитала (Capital Controls, CC), а затем ужесточать денежно-кредитную политику всеми доступными способами. Первым в этой области является, безусловно, Китай. Тем не менее, появляются и другие прецеденты, например та же самая Бразилия. Стоит отметить, что позиция МВФ, Всемирного банка и экономистов-теоретиков относительно введения CC в последнее время изрядно смягчилась, и за CC в мире уже не подвергают однозначному осуждению. В то же время, введение CC остается мерой спорной, и считается, что полностью перекрыть дорогу в страну нежелательным потокам капитала не представляется возможным. Кроме того, есть риск, что меры ударят не столько по «вредным» портфельным инвестициям, сколько по «полезным» прямым.

Способ третий — пожалуй, самый неортодоксальный — искать альтернативные пути ужесточения, поддерживая ключевые ставки на уровнях, не вызывающих излишнего ажиотажа у кэрри-трейдеров. Валютный курс при этом остается относительно свободным. Пионером на этом пути является Турция, которая повышает резервные требования к банкам, снижая при этом свои базовые ставки. При этом турецкий ЦБ утверждает, что ожидаемый итоговый эффект этих мер — ужесточение. Главный недостаток подобного подхода — отсутствие какой-либо уверенности в том, что он сработает. Накопленного исторического опыта, на который можно было бы сослаться, нет. При этом ЦБТ упрекают в том, что он посылает рынку противоречивые сигналы, и существует риск, что подобная стратегия, наоборот, приведет к ускорению инфляции.

Декларативно российский ЦБ все последнее время шел к воплощению в жизнь первого варианта, ссылаясь на все большую гибкость курсообразования и снижение степени вмешательства в валютный рынок. Тем не менее, по итогам 31 января стало очевидно, что эти мечты пока не выдерживают столкновения с суровой действительностью: стоимостью барреля нефти на уровне $100 и стремительным ускорением инфляции.

Фактическая стратегия российского Центрального банка во втором полугодии 2010 года заключалась в том, что ЦБ, поддерживая заведомо низкие ставки на внутреннем рынке, балансировал положительное сальдо по счету текущих операций обратным движением по счету капитала (и даже на этом поприще чуть-чуть перестарался). Тем самым необходимость прямого вмешательства ЦБ в ход торгов на валютном рынке минимизировалась и обеспечивалась желанная «гибкость курсообразования», не приводящая, тем не менее, к укреплению рубля. Что касается инфляции, то регулятор, судя по всему, надеялся, что она продолжит замедляться сама собой в рамках тренда, сформировавшегося с середины 2009 года. Этого не произошло.

Теперь уже совершенно ясно, что тактика подчинения процентной политики целям стабилизации валютного рынка и минимизации интервенций как антиинфляционная мера провалилась. По крайней мере, при нынешней фискальной политике она просто была обречена на провал. Почему я считаю, что, вопреки всем заверениям, именно валютный рынок, а не экономический рост был главной целью сверхмягкой российской денежно-кредитной политики? Ответ прост. Даже летом 2010 года, когда инфляция была на минимумах, по оценкам Центра экономических исследований МФПА, правило Тейлора применительно к России требовало процентных ставок на уровне около 6%. При этом фактические ставки денежного рынка колебались в районе 3%. То есть итоговый policy mix ЦБ был гораздо мягче, чем того требовало сочетание инфляции и гэпа ВВП. Совершенно очевидно, что по мере ускорения инфляции осенью 2010 года policy mix ЦБ все менее и менее соответствовал реальному балансу рисков в экономике.

К началу 2011 года продолжать прятаться от проблемы уже было невозможно. ЦБ оказался перед реальным выбором: и дальше держать неадекватные ставки в угоду псевдогибкости курса рубля, оставив инфляцию на произвол судьбы, или же последовать примеру центральных банков других развивающихся стран и заняться наконец ужесточением денежно-кредитной политики. К счастью, ЦБ выбрал второй вариант. От контроля за рублем Банк России все же не отказался, однако в заявлении по итогам заседания руководство ЦБ фактически призналось в том, что повышать ставки мешают цены на нефть и угроза притока капитала. На мой взгляд, это равнозначно признанию в том, что ЦБ все еще не готов соглашаться на существенное укрепление номинального курса рубля ради борьбы с инфляцией. Вот он — момент истины!

Признав, наконец, инфляционные риски и то, что возможности по повышению процентных ставок ограничены заботой о валютном курсе, российский Центробанк фактически оставил себе лишь один вариант ужесточения денежно-кредитной политики — турецкий (про CC в ЦБ не хотят даже упоминать). В этой связи в ближайшие месяцы будет вполне логично ожидать масштабного (на 4–5 п.п., а то и больше) повышения линейки резервных требований с целью изъятия ликвидности. Что касается процентных ставок, то, в отличие от ситуации в Турции, отток капитала из России пока позволяет Банку России избежать той двусмысленной ситуации, в которой оказался ЦБТ — у российского регулятора пока нет необходимости понижать ставки ради ужесточения, они и так избыточно низки. По моим оценкам, при ценах на нефть в районе $100 за баррель ЦБ может поднять всю линейку ставок как минимум на 1 п.п., не подвергая рубль риску серьезного укрепления.

Стоит отметить, что при реализации указанного выше сценария изъятие ликвидности через ФОР в сочетании с более высокими ставками по кредитным операциям (прямого РЕПО) может обеспечить гораздо более жесткий policy mix, чем имеется сейчас. На мой взгляд, подняв нормативы ФОР до 7–9%, а ставку прямого РЕПО — до 7.5%, вполне можно добиться того, чтобы средние ставки на российском денежном рынке вышли на уровень 6–7%. И это было бы оправданно с учетом имеющихся сейчас инфляционных рисков. В свою очередь, дискриминационное резервирование по обязательствам перед нерезидентами могло бы снизить спекулятивное давление на рубль.