

Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров 16 сентября 2016 года

Сегодня Банк России принял решение снизить ключевую ставку до 10,00% годовых.

Мы отмечаем, что инфляция в годовом выражении существенно замедлилась – с 7,2% в июле до 6,6% в середине сентября, что соответствует нашему базовому прогнозу. В августе возобновилось снижение инфляционных ожиданий, сохраняется сберегательная модель поведения населения. Динамика показателей экономики очень неоднородна, и говорить о переходе к устойчивым темпам роста пока рано.

Для того чтобы инфляция продолжала и дальше уверенно снижаться к 4% в конце 2017 года, денежно-кредитные условия в экономике должны оставаться умеренно жесткими. В этих целях необходимо сохранение ключевой ставки на уровне 10% как минимум до начала следующего года. Мы будем рассматривать возможность ее снижения не ранее I–II кварталов 2017 года. Это следует из наших оценок с учетом обновленного макроэкономического прогноза, который будет представлен сегодня в Докладе о денежно-кредитной политике.

Остановлюсь более подробно на тех факторах, которые мы рассматривали, принимая решение о ключевой ставке и формируя ее ожидаемую траекторию на будущее.

Первое. Инфляция снижается в соответствии с нашим прогнозом. Однако отчасти это обусловлено временными факторами, что важно учитывать в оценке ее дальнейшей динамики.

Мы уточнили наш прогноз по инфляции на конец текущего года до 5,5–6%. В настоящее время инфляция уже замедлилась до 6,6% с учетом недельных данных начала сентября. Напомню, что год назад мы ожидали годовые темпы роста потребительских цен около 7% в сентябре 2016 года. Снизились показатели базовой и трендовой инфляции. Хороший урожай этого года вносит вклад в замедление темпов роста потребительских цен, однако в своих прогнозах мы рассматриваем его как временный фактор.

Мы также учитываем, что в последние месяцы была более благоприятная конъюнктура мировых рынков и более крепкий рубль, чем мы ранее закладывали в наши прогнозы. Но при этом инфляция не опустилась ниже ожидаемого уровня, что может быть признаком того, что слабеет сдерживающий эффект факторов длительного действия, прежде всего со стороны потребительского спроса. Это проявляется и в динамике отдельных показателей инфляции. В частности, все еще медленно снижаются темпы роста цен непродовольственных товаров, сезонно сглаженная месячная инфляция пока остается на повышенном уровне.

Данные процессы являются предметом нашего пристального внимания. Важно, чтобы замедление инфляции опиралось прежде всего на факторы длительного действия: поведение населения и бизнеса, их ожидания относительно будущего уровня цен и процентных ставок, динамики зарплат, издержек, доходов. Только тогда оно будет по-настоящему устойчивым. И мы формируем необходимые стимулы и условия для снижения инфляции и инфляционных ожиданий через поддержание умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

Хотя влияние спроса на инфляцию несколько ослабевает, спрос остается низким и продолжает сдерживать инфляционное давление. Это происходит, несмотря на некоторое

улучшение динамики доходов, потому что склонность населения к сбережениям остается относительно высокой. Важную роль в этом играют положительные реальные процентные ставки по депозитам.

Что касается доходов, то пока их динамика очень неоднородна. Рост зарплат неравномерно распределен по отраслям экономики и разным группам населения. Реальные располагаемые доходы в целом сократились за счет снижения иных, кроме зарплат, доходов. Мы видим небольшое восстановление спроса на отдельные товары длительного пользования. Однако динамика розничного товарооборота остается слабой, и мы не ожидаем разворота этой тенденции в ближайшее время.

Второй фактор, который мы учитывали, это динамика инфляционных ожиданий и ожиданий по ключевой ставке, которые во многом формируют уровень жесткости денежно-кредитных условий.

Очень важно, что в августе возобновилось снижение инфляционных ожиданий населения. Они достигли минимумов с осени 2014 года. Однако говорить об устойчивой тенденции к их снижению пока преждевременно. Необходимо, чтобы она закрепилась. Инфляционные ожидания бизнеса и финансового сообщества хотя и снижаются, но пока остаются заметно выше наших прогнозов по инфляции и целевого уровня в 4%. При этом мы видим, что участники рынка прогнозируют чрезмерно быстрое снижение ключевой ставки. В результате процентные ставки на длинные сроки формируются существенно ниже «коротких» ставок. Такая ситуация, безусловно, оказывает влияние на денежно-кредитные условия и вызывает наше беспокойство. Ведь, в действительности потенциал снижения номинальных ставок ограничен. Мы рассчитываем, что сигнал о сохранении ключевой ставки на уровне 10% как минимум до начала следующего года снизит инфляционные ожидания. Это сократит разрыв между короткими и длинными ставками, хотя инверсия кривой доходности сохранится.

Как я недавно отмечала, ставки в реальном выражении должны быть положительными и находиться на таком уровне, чтобы сохранялась привлекательность сбережений, а динамика спроса на кредиты оставалась сдержанной. Тогда ни восстановление потребления, ни рост кредитования не будут «бежать впереди» возможностей экономики. Рубль будет оставаться привлекательным для внутренних и внешних инвесторов. В результате не будет давления на инфляцию – ни со стороны спроса, ни со стороны курсовой динамики. Кроме того, будет происходить постепенное снижение долговой нагрузки в экономике. У некоторых групп заемщиков она остается на высоком уровне. Предупреждение дисбалансов является необходимым условием сохранения финансовой стабильности. Только на таком фундаменте восстановление экономики будет по-настоящему здоровым и качественным.

Третье. Мы также учитываем, что постепенное движение к структурному профициту ликвидности автоматически приводит к небольшому снижению номинальных ставок. Но это вполне предсказуемый и управляемый процесс, и его масштаб ограничен. Сейчас мы периодически проводим аукционы репо, а периодически – депозитные аукционы – в зависимости от текущей ситуации с ликвидностью, от бюджетных потоков. При этом ставки денежного рынка устойчиво остаются вблизи ключевой ставки. Наши возможности влиять на ставки в экономике не снизятся и в условиях окончательного перехода к структурному профициту ликвидности. По нашим оценкам, он произойдет в 2017 году. Банк России будет применять все необходимые инструменты, чтобы обеспечить операционный контроль над уровнем и структурой рыночных процентных ставок. В частности,

наряду с аукционными операциями мы планируем выпускать купонные облигации Банка России. Их основные параметры опубликованы сегодня на сайте Банка России.

Подчеркну, что применение так называемых инструментов абсорбирования ликвидности не скажется на возможностях банков кредитовать экономику: мы своими инструментами только связываем избыток ликвидности в системе, который в любом случае находится на счетах в центральном банке. И мы делаем это по ставке, близкой к ключевой. В противном случае возникнет понижающее давление на ставки денежного рынка, а за ними и на все ставки в экономике, может повыситься их волатильность.

Что касается текущей ситуации в экономике, то ее восстановление пока остается неустойчивым и неоднородным по отраслям и регионам. И это еще один фактор, который мы рассматриваем.

Мы продолжаем наблюдать некоторые позитивные сдвиги в структуре выпуска, которые связаны в том числе с импортозамещением и ростом некоторых позиций несырьевого экспорта. Так, наметилось увеличение выпуска высокотехнологичных производств: бытовой техники, станков, медицинского оборудования. В то же время несколько замедлилась динамика прежних лидеров роста – химической и пищевой промышленности. Отдельные «точки роста» пока не могут обеспечить устойчивую позитивную динамику производства в целом, учитывая их небольшой вес в общем объеме выпуска. Необходимо время, чтобы положительные тенденции закрепились.

Происходит подстройка рынка труда к новым условиям. Безработица сохраняется на невысоком уровне, нет признаков роста неполной занятости или скрытой безработицы. Это в первую очередь является следствием демографических ограничений, а не улучшения ситуации в экономике. Предприятия предпочитают сохранять квалифицированные кадры в условиях низкого предложения трудовых ресурсов. Хотя наблюдается рост номинальных заработных плат, по нашим оценкам, инфляционное давление со стороны рынка труда отсутствует.

Состояние рынка труда в том числе показывает, что основными ограничениями роста российской экономики являются внутренние структурные факторы. Они связаны не только с демографической ситуацией, но также с инфраструктурными и институциональными характеристиками экономики. Возможно, их влияние на потенциал экономического роста окажется сильнее, чем мы предполагали ранее. Уже сейчас это отражается в неустойчивости восстановления экономической активности и признаках ослабления дезинфляционного влияния спроса.

Мы по-прежнему ожидаем выхода квартальных темпов прироста ВВП в положительную область уже в 2016 году. Но в соответствии с обновленным базовым прогнозом в 2017 году темпы прироста ВВП будут невысокими – меньше 1%. В связи с тем что структурные ограничения будут сохраняться, темпы роста экономики стабилизируются на уровне 1,5–2% в 2018–2019 годах. В нашем базовом прогнозе мы не видим положительного импульса со стороны внешних условий и сохраняем в расчетах среднегодовую цену на нефть 40 долларов США за баррель на всем трехлетнем горизонте, а также низкие темпы роста глобальной экономики.

Принимая решение по ставке, мы традиционно учитываем состояние платежного баланса. В перспективе мы ожидаем снижения сальдо текущего счета, что в условиях плавающего курса коррелирует с сокращением оттока капитала.

В 2016–2018 годах величина чистого оттока капитала (то есть разность между оттоком и притоком капитала в страну) будет оставаться на невысоком по историческим меркам уровне – не более 25 млрд долларов США. Чистые выплаты компаний по внешнему долгу будут постепенно снижаться, учитывая имеющиеся у них возможности его рефинансирования. Повышение спроса реального сектора на иностранные активы будет ограничено медленным восстановлением доходов, а также сохранением высоких реальных процентных ставок в российской экономике, привлекательных для сбережений в рублях. Мы рассчитываем, что до конца 2017 года банки полностью погасят задолженность по операциям рефинансирования в иностранной валюте, что обеспечит некоторый прирост валютных резервов. Важно отметить, что и в рисковом сценарии при снижении цен на нефть до 25 долларов за баррель мы не видим существенных угроз для платежного баланса.

Наконец, что касается инфляционных рисков, то их усиления, к счастью, не наблюдается. Но они сохраняются.

Это риски того, что инфляция будет снижаться медленнее, чем мы ожидаем, под воздействием одного или совокупности следующих факторов. Во-первых, высокая инерция инфляционных ожиданий, характерная для России, может стать причиной их слишком слабого снижения, недостаточного для замедления инфляции до 4%. Во-вторых, быстрая смена модели поведения населения со сберегательной на потребительскую может усилить инфляционное давление. В-третьих, пока так и не достигнута определенность в отношении стратегии бюджетной консолидации, в том числе индексации зарплат и пенсий, которые могут повлиять на поведение потребителей. Наконец, мы не можем исключить рисков со стороны внешней конъюнктуры, учитывая, что изменение цен на нефть через динамику курса рубля влияет на внутренние цены и инфляционные ожидания.

Хотелось бы еще раз подчеркнуть, что когда мы говорим об инфляционных рисках, то речь идет не о рисках усиления инфляции. Инфляция будет продолжать замедляться, и в этом мы, как и участники рынка, абсолютно уверены. Риски заключаются в том, что темпы инфляции могут «застрять» на уровне 5–6%, не достигнув целевого показателя, обеспечивающего качественно более благоприятные условия для экономического развития.

Мы уверены, что сможем снизить инфляцию до целевого уровня даже в случае реализации инфляционных рисков. При этом подчеркну, **что наша цель – достичь не разового, а устойчивого результата по инфляции.** Да, сейчас мы говорим о ее снижении до 4% в 2017 году. Но речь идет не о том, чтобы коснуться этого уровня в определенный момент времени, а о том, чтобы обеспечить надежное закрепление инфляции вблизи 4%. И это не какая-то «магическая цифра», а качественно новый уровень ценовой стабильности, инфляционных ожиданий и доверия к макроэкономической политике.

Мы считаем, что имеем все возможности достичь этой цели. Многие страны уже прошли по этому пути. Но добиться по-настоящему устойчивого результата можно только соблюдая последовательность в проводимой политике.

Жизнь в среде с высокими темпами роста цен и доходов может казаться более привычной или даже привлекательной. Но это обманчиво легкий и заведомо неэффективный путь. Необходимо, чтобы изменились привычные представления о том, каким может и должен быть рост цен в экономике. И важно, чтобы бизнес был готов продолжать идти по пути повышения эффективности, улучшалась структура экономики, повышалась конкуренция. Тогда мы будем

иметь прочную основу не только для снижения инфляции, но и для повышения качества экономического роста.

16.09.2016