



23 октября 2020 г.

## **О решении Банка России по ключевой ставке**

**ЦБ по итогам заседания Совета директоров 23 октября вновь оставил ключевую ставку без изменений, несмотря на наличие полноценных оснований для ее снижения даже в рамках текущей парадигмы денежно-кредитной политики**

**Несмотря на негативную ситуацию в экономике, ЦБ не считает необходимым проводить активную контрциклическую политику**

Банк России сообщил, что на основании данных за II и III кварталы прогнозы динамики потребительского и инвестиционного спроса по итогам 2020 г. были пересмотрены в сторону понижения. Процесс восстановления российской экономики действительно затормозился. Так, согласно последним данным Росстата, в сентябре темпы сокращения оборота розничной торговли ускорились до 3% по сравнению с 2,7% в августе. Динамика промышленного производства также ухудшилась – темпы снижения показателя достигли 5%, тогда как в августе они составляли 4,2%. Без восстановления внутреннего спроса не начнется рост инвестиций в экономике, а расширение экспорта ограничено слабостью мировой экономики и сокращением спроса на продукцию российского ТЭК. Таким образом, российская экономика в настоящее время лишилась всех основных источников роста.

При этом Банк России, напротив, улучшил прогноз в отношении ВВП – теперь он ожидает, что по итогам 2020 г. падение ВВП составит 4-5%. Даже если рассматривать это как признак наличия каких-то позитивных тенденций, они связаны не с внутренним состоянием российской экономики, а лишь с внешней конъюнктурой, а именно – с «менее значительным, чем ожидалось, сокращением экспорта». Таким образом, оценка динамики внутреннего производства в лучшую сторону пока не пересматривается.

Кроме того, стоит отметить, что сокращение ВВП на 4% в 2020 г. означает, что экономика России практически вернется к уровню 2013 г. В условиях планируемой бюджетной консолидации и сохранения ограничений по коронавирусу текущий спад ВВП, согласно прогнозу ЦБ, удастся компенсировать только в 2022 г.

**ЦБ в очередной раз указал на преобладание дезинфляционных рисков над инфляционными и на наличие пространства для дальнейшего снижения ставки, но предпочитает занимать выжидательную позицию**

Банк России в очередной раз сообщил, что на горизонте ближайшего года дезинфляционные факторы преобладают над проинфляционными. Однако признание этого факта не сподвигло ЦБ на снижение ставки. Основным сдерживающим фактором для этого шага теперь считается курсовая волатильность, которая традиционно возрастает в период негативных шоков для российской экономики.

Вместе с тем, текущее состояние экономики само по себе является мощнейшим дезинфляционным фактором – в условиях, когда доходы не растут, а неопределенность на рынке труда сохраняется, население будет

ограничивать свои потребительские расходы, а производители и продавцы не смогут значительно повысить цены на конечную продукцию.

Более того, текущая ситуация угрожает перерасти в долгосрочную стагнацию, усиливаемую политикой Банка России. Ведь в случае ухудшения экономической динамики Банк России вполне может снизить оценки потенциального выпуска в соответствии со своими моделями – и заявить, что более низкие темпы роста выпуска теперь являются нормальными и опять же не требуют дополнительных мер по стимулированию со стороны денежно-кредитной политики. Таким образом, текущая политика создает риск самосбывающегося пророчества. Низкие прогнозные темпы роста потенциального ВВП служат обоснованием для отказа от активной политики, а отсутствие такой политики ведет к низким темпам роста экономики.

### **Рассуждения Э. Набиуллиной о стимулировании ипотеки могут свидетельствовать о дополнительных факторах риска для экономики**

Заявив о поддержке программы правительства по стимулированию ипотечного кредитования, Э. Набиуллина сочла необходимым акцентировать внимание на рисках ее реализации. В частности, она отметила, что установление льготных, «администрируемых» ставок на одном рынке будет вынуждать Банк России поддерживать более высокий уровень ставок на других с целью достижения цели по инфляции.

Такая логика вызывает определенные вопросы. В частности, цены на недвижимость на первичном рынке не включаются Росстатом в состав корзины для расчета индекса потребительских цен. Соответственно, льготные и привлекательные для населения ставки по ипотеке не могут напрямую повлиять на динамику инфляции. В то же время как раз высокий уровень процентных ставок в экономике, в том числе для застройщиков, во многом обуславливает недостаточное предложение нового жилья, что и способствует росту цен.

Скорее всего, данное высказывание главы ЦБ имело целью показать, что Банк России рассматривает относительно низкие ставки по ипотеке (и другие субсидируемые ставки) исключительно как временное явление и не приветствует расширение подобных программ со стороны Правительства РФ.

### **Единственный позитивный момент сегодняшнего решения ЦБ и сопровождавших его комментариев – повышение ставки пока не рассматривается**

В пресс-релизе Банка России отмечается, что при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом ЦБ будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях. Вместе с тем, текущие события в мировой экономике (ситуация с пандемией, ожидания в отношении результатов президентских выборов в США) говорят о том, что события могут вполне пойти и по другому сценарию. В этой ситуации существует высокий риск того, что если волатильность курса рубля значительно вырастет, то Банк России вполне может перейти к ужесточению своей политики в виде повышения ключевой ставки – а это приведет к новой волне сокращения экономической активности.

---

**Контакты**

[www.icss.ru](http://www.icss.ru)

Россия, 119180, Москва,  
ул. Большая Полянка, д.23/1

**Тел.:** +7 495 995-11-35

**Факс:** +7 495 995-11-36

**E-mail:** [mail@icss.ac.ru](mailto:mail@icss.ac.ru)

---

© Институт комплексных стратегических исследований. Все права защищены.

---