



## **Тезис 2. Асимметричность реакции процентной политики на рост и замедление инфляции**

### **Суть проблемы**

Принятая Банком России установка на более сильное реагирование на ускорение инфляции и более слабое – на её замедление создает риски для восстановления экономики и адаптации к условиям жестких внешнеэкономических санкций.

### **Конкретизация**

В недавно принятых «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023-2025 гг.» Банк России отмечает, что главной задачей государственной экономической политики (в том числе денежно-кредитной) на ближайшие годы является создание условий для успешной структурной трансформации экономики в рамках её адаптации к режиму жестких внешних санкций. При этом вклад денежно-кредитной политики в создание таких условий по существу будет сводиться к обеспечению ценовой стабильности (постепенному приближению уровня инфляции к целевому ориентиру - 4% в год).

Основной принцип этой политики - уменьшение путем регулирования уровня процентных ставок амплитуды колебаний уровня цен и экономической активности – обеспечивающее долгосрочную стабильность инфляции, как важнейшего фактора, влияющего на накопление капитала и, тем самым – поддержание роста долгосрочного потенциала выпуска.

При этом в рамках задачи по обеспечению ценовой стабильности Центральный банк фокусирует внимание как на борьбе с циклическими «перегревами», так и с «переохлаждениями» экономики, которые будут сопровождаться повышением или снижением инфляционного давления. Как отмечается в «Основных направлениях...», «денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность и эффективность использования.. [факторов производства], обеспечивая меньший циклический спад или перегрев в экономике. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики».

Важно, что согласно «Основным направлениям...» контрциклическая денежно-кредитная политика Банка России предполагает более сильное реагирование на

превышение инфляцией целевого уровня и более слабое реагирование на отклонение инфляции вниз от цели. Вероятно, такой характер реакции регулятора объясняется логикой «заякоревания» долгосрочных инфляционных ожиданий, которой ЦБ РФ придерживается. Эта логика базируется на двух предположениях:

- устойчивые (долгосрочные) инфляционные ожидания сами по себе являются важным фактором поддержания инфляции на высоком уровне, поэтому задача предотвращения их роста является принципиально важной;
- инфляционные ожидания сильнее реагируют на рост инфляции, чем на её снижение.

Вместе с тем следует отметить, что такой ассиметричный характер процентной политики, предполагающий более сильную реакцию на отклонение инфляции от целевого ориентира вверх (ассоциирующегося с циклическим «перегревом экономики»), чем на её отклонение вниз (ассоциирующееся с «перохлаждением») в итоге будет вести к снижению долгосрочных темпов экономического роста.

Не менее разрушительным для производства может быть такая политика в условиях внешних стрессов, когда инфляционный шок, вызванный ослаблением рубля, зачастую сочетается с шоком сжатия производства в экспортных отраслях.

Одним из следствий таких установок является то, что в случае реализации рассматриваемого в «Основных направлениях...» сценария глобального кризиса сопровождающегося резким ослаблением рубля и ростом инфляции, Банк России предполагает резкое повышение ключевой ставки (на 6 проц. пунктов к уровню базового сценария в 2023 г. и на 7 проц. пунктов – в 2024 г.).

Собственно говоря, и в текущем, 2022 г., в ответ на февральско-мартовский геополитический шок, сопровождавшийся падением рубля и всплеском инфляции, Банк России действовал похожим образом, резко (на 7.5 проц. пунктов), повысив уровень своей ключевой ставки.

Относительно небольшой (по сравнению с первоначальными ожиданиями) масштаб сжатия ВВП в этом году создал иллюзию безопасности для экономики такого ассиметричного характера реагирования. Однако при этом упускаются из виду некоторые важные обстоятельства. Дело в том, что политика высокой ключевой ставки, которую ЦБ РФ проводил в текущем году, привела к минимальному ущербу для экономического роста благодаря действию трех сопутствующих факторов:

- масштабное льготное кредитование предприятий. Это позволило предоставлять кредиты значительной части конечных заёмщиков по приемлемым для них ставкам, более низким, чем ключевая ставка ЦБ РФ;
- ожидания рынками быстрой нормализации уровня ставок. Судя по рынку гособлигаций, на котором драматические скачки в феврале-марте наблюдались только в сверхкраткосрочной части «кривой доходности» – экономические агенты уже в среднесрочной перспективе ожидали возвращения ставок к своему «нормальному» уровню. ЦБ действовал в соответствии с ожиданиями рынка;
- анонс Банком России возможности покупки государственных облигаций (либо непосредственно на вторичном рынке, либо опосредованно, через увеличение рефинансирования соответствующих операций коммерческих банков) давал сигнал о готовности вмешательства в случае чрезмерного обвала стоимости активов. Это придавало уверенности рынку.

Однако в дальнейшем, если аналогичные «нюансы» политики не будут задействованы, в случае сохранения текущего подхода, рассматривающего денежно-кредитную политику изолированно от других видов политики, реализуемых ЦБ (развития финансовых рынков, международных платежей и финансовой стабильности) и предполагающего выраженную «асимметрию» контрциклической процентной политики, существует опасность попадания экономики в «ловушку отсталости». Ограничение возможностей потенциального выпуска будет происходить, с одной стороны, в силу того, что «узкие места» в финансовой сфере, сдерживающие экономический рост, не будут устранены, а с другой стороны - в связи с более длительным поддержанием репрессивной процентной политики, чем стимулирующей. Следствием этого будет устойчивое снижение потенциального выпуска, что будет вести к дополнительному ужесточению процентной политики с целью не допустить разгона инфляции, а это, в свою очередь, будет вести к дальнейшему замедлению потенциального выпуска.

*Илья Медведев, эксперт ЦМАКП*

*Олег Солнцев, руководитель направления ЦМАКП*