



КОПЛАЖ: КИРИЛЛ ГРУЦОВ

Михаил Ершов*

Инфляция уже на минимуме, а роста экономики все нет

Неучастие денежных властей в управлении экономическим ростом приводит к неоправданно низкой доступности денег в промышленном секторе и существенному накоплению средств в финансовом. Что должно произойти, чтобы это изменилось?

Инфляция в России уже пятый квартал подряд находится на минимальных исторических уровнях и сейчас даже ниже целевых показателей Банка России.

Но при этом темпы роста экономики остаются минимальными и неустойчивыми. Более того, последние два квартала при достижении инфляцией минимальных значений рост экономики замедляется (см. график 1). Инвестиции в основной капитал после затяжного спада в 2014–2016 годах хотя и начали

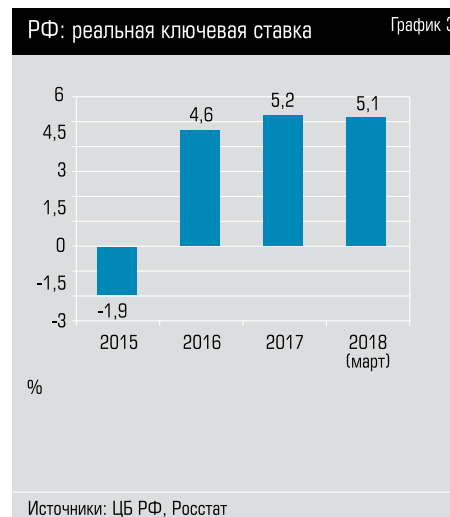
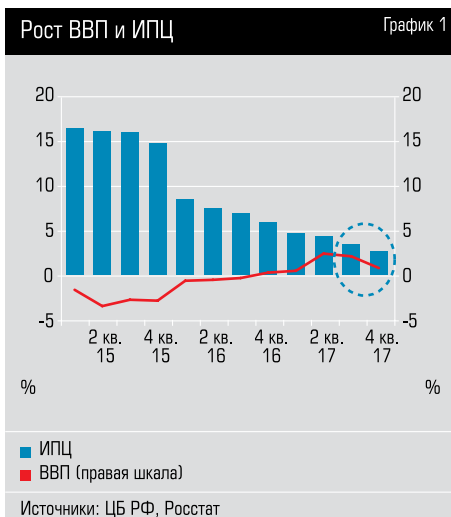
расти, однако имеющихся темпов недостаточно для ускорения роста экономики. А нестабильность инвестиционной динамики будет ослаблять и без того неуверенный рост промышленности (см. график 2).

Ситуация осложняется и антироссийскими санкциями, которые были введены в 2014 году и являются значимым негативным фактором для экономики, хотя поначалу они и способствовали некоторому росту импортозамещающей деятельности. Сохранение санкций и их расширение существенно затрудняют привлечение дешевых ресурсов для российских банков. Возможности долгого фондирования по низким ставкам на внешних рынках ограничиваются также для крупных предприятий, в том числе экспортеров. Это негативно сказывается

на инвестиционной деятельности предприятий страны и ухудшает показатели их деятельности.

В такой ситуации предприятия все больше вынуждены переориентироваться на внутренние рынки капитала, масштабы которых незначительны, а условия на них хуже, чем на внешних рынках. При этом представляется, что экономика РФ и регуляторы располагают необходимыми ресурсами и рычагами, чтобы обеспечить успешное развитие на внутренней основе и смягчить негативное воздействие внешних санкций. В результате изменение подходов к денежно-кредитной политике монетарных властей и более активное формирование условий для стимулирования экономического роста становятся крайне важными.

*Главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при правительстве РФ, д. э. н. (www.ershovm.ru).



Процентные ставки — барьер для инвестиций

Хотя процентные ставки по кредитам для реальной экономики снижаются вслед за снижением ключевой ставки Банка России (это, безусловно, положительный фактор для экономики), но цена денег для нефинансовых организаций остается на более высоком уровне, чем рентабельность большинства отраслей обрабатывающей промышленности (средний уровень ставок по кредитам в конце 2017 года составлял 12%, а рентабельность обрабатывающих производств — лишь 4%). Причем реальные ставки остаются высокими (см. график 3).

Это уменьшает спрос на кредиты, ведет к стагнации банковского кредитования и монетизации экономики в целом, одновременно тормозя экономический рост.

Кроме того, реальные ставки в РФ значительно выше, чем в других странах (см. график 4), что создает неравные условия для российского реального сектора, ухудшая его конкурентные позиции на мировых рынках.

Высокие процентные ставки являются фактором формирования структурного профицита ликвидности у банков, который начал отмечаться в России с 2017 года и сейчас достиг 4,2 трлн рублей, то есть почти 5% (!) ВВП. Отметим, что объем кредитов, выданных Фондом развития промышленности за период с 2015 года по настоящее время, составил около 57 млрд рублей, это более чем в 70 раз (!) меньше объема профицита ликвидности. То есть потенциал у неиспользуемых средств весьма высок. (Для сравнения: затраты на строительство объектов для саммита АТЭС-2012 во Владивостоке составили почти 700 млрд рублей; прямые затраты на Олимпиаду в Сочи — около 300 млрд рублей.)

Более того, в таких условиях ЦБ РФ в прогнозе до 2020 года ожидает сохранения профицита ликвидности в объеме

трех триллионов рублей. То есть будет продолжать изымать деньги из экономики с помощью депозитных аукционов, а также посредством размещения облигаций Банка России. Это говорит о том, что регулятор не планирует способствовать налаживанию механизмов денежной трансмиссии в реальную экономику, что могло бы повысить роль внутренних факторов для роста экономики.

Часто утверждают, что в России сейчас нет эффективных проектов. Их действительно почти нет при ставке 9% годовых, но при 7% уже кое-что есть, а при 3%, наверное, есть еще больше. Другими словами, при направлении денег в экономку возможности поддержки роста даже существующими, но неиспользуемыми финансовыми ресурсами могут быть очень значительны. Поэтому необходимость дальнейшего снижения ставок очевидна.

При этом сокращение процентных ставок не привело к росту инфляции, как этого часто опасались. Более того с 2016 года рост цен стал заметно замедляться, а ВВП растет, хотя и незначительно и существенно ниже, чем необходимо (см. график 5).

Обосновывая высокие процентные ставки, Банк России одной из причин



указывал дефицит бюджета (см. «Ведомости» от 16 июня 2016 года). В России действительно сохраняется дефицит бюджета (1,4% ВВП в 2017 году), однако является ли он барьером для снижения процентных ставок?

Во многих ведущих экономиках мира (например, в США, Японии, Великобритании) устойчивый бюджетный дефицит отмечается наряду с минимальными значениями процентных ставок. Это делается с целью создания более благоприятных условий для участников экономики, что обеспечивает дополнительные возможности для экономического роста.

Высокие ставки выгодны для спекулянтов

Разница в процентных ставках на российском и иностранном рынках создает большие возможности для получения высоких доходов участниками. Операция, которая получила название carry trade, сводится к тому, что средства привлекаются на рынках, где ставки более низкие (на западных рынках), и вкладываются на рынках, где ставки существенно выше (в том числе в России).

Даже несмотря на снижение ставок, доходность по операциям carry trade остается в России одной из самых высоких в мире (см. график 6). Это способствует сохранению спекулятивного характера российского рынка. Введение санкций против РФ будет также сохранять значение краткосрочных инвесторов, повышая волатильность на российском финансовом рынке.

Все эти факторы ухудшают экономические условия, повышают риски и затрудняют ведение бизнеса в России.

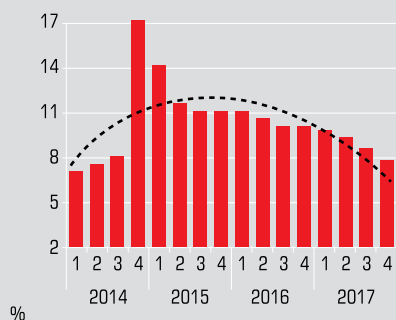
Низкой инфляции недостаточно для стимулирования спроса

В России инфляция (то есть рост цен) в настоящее время практически в три раза ниже, чем в 2015 году. Однако сами цены

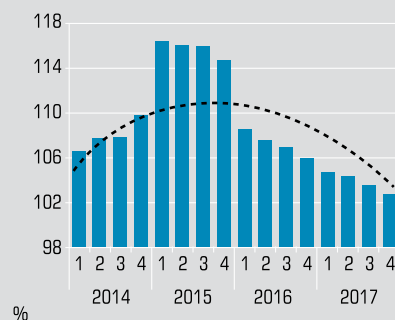
Взаимосвязь ключевой ставки ЦБ РФ, ИПЦ и ВВП*

График 5

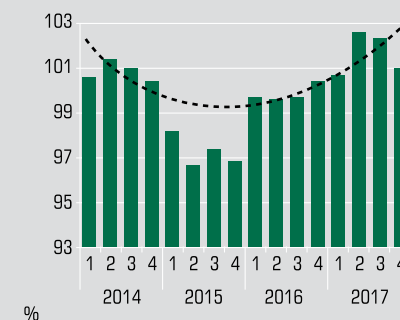
Ключевая ставка ЦБ РФ



ИПЦ



ВВП



*Ключевая ставка — на конец года; ВВП — реальный ВВП рост г/г.

Источники: ЦБ РФ, Росстат

(не их рост, а абсолютные значения) установились на таком уровне, который все равно делает многие товары недоступными для населения (по сравнению с ситуацией, когда курс доллара был равен 30 рублям, см. таблицу 1).

Поэтому даже минимальный уровень инфляции при высоких реальных процентных ставках и при высоком абсолютном уровне цен вводит реальный сектор и экономику РФ в целом в затяжную фазу низких темпов роста.

Более того, сокращение инвестиционного и потребительского спроса способствует перетоку ресурсов из реального сектора в банковскую сферу. Отметим, что финансовый результат банковского сектора РФ в 2015–2017 годах вырос на 300%, тогда как финансовый результат предприятий РФ (без субъектов малого предпринимательства) повысился всего на 40%.

Учитывая, что санкции против России сохраняются и не исключено их дальнейшее расширение, снижение процентных ставок и в целом создание более благоприятных условий ведения бизнеса в РФ крайне важно для увеличения деловой активности и выравнивания условий конкуренции с другими странами (где ставки значительно ниже, а объемы и длина предоставляемых ресурсов экономике гораздо масштабнее).

О курсе рубля

Расширение санкций против России в апреле 2018 года способствовало росту волатильности курса рубля и девальвации российской валюты (см. график 7).

Отметим, что волатильность курса рубля усилилась из-за введения режима «свободного плавания» в конце 2014 года, после чего рубль резко обесценился, продолжив снижение, которое нача-

лось еще раньше — вследствие падения цен на нефть.

Меры, которые использовал Банк России для стабилизации положения на валютном рынке: ограничение предоставления рублевой ликвидности в целом, а также рост процентных ставок (повышение ключевой ставки до 17%) — имели двойное воздействие на экономику. С одной стороны, они действительно сократили приток рублевой ликвидности на валютный рынок, способствуя его стабилизации. Но при этом они ограничили доступность рублей для всех остальных видов рублевых операций (кредиты, инвестиции и т. д.), а также сделали стоимость денег неприемлемо высокой. Экономический рост в результате замедлился.

Валютная политика, проводимая Банком России в настоящее время, в целом неясна. Как считают в ЦБ, поддержка рубля была оправдана, пока не было санкций и пока не произошло падения цен на нефть*. Отметим, однако, что и санкции, и падение цен на нефть лишь усилили неустойчивость на валютном рынке. И участие ЦБ в такой ситуации было бы крайне важно для поддержания стабильности рынка и сохранения уверенности участников. Прекращение поддержки в этих условиях выглядит столь же непонятно, как если бы врач объявил пациенту о прекращении его лечения ввиду обострения болезни.

Регулятор на то и существует, чтобы в критические моменты выходить на рынок и изменять складывающиеся

там негативные тренды в соответствии с приоритетами в экономике.

Для обеспечения необходимого уровня устойчивости в валютной сфере российским регуляторам следует более четко обозначать возможности по установлению валютного курса и обеспечению его стабильности, которыми они располагают, что обеспечит участникам большее понимание будущих тенденций валютного рынка.

Так, объем золотовалютных резервов (ЗВР) страны сейчас превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) почти в два раза. (Объем ЗВР составляет 458 млрд долларов, а объем денежной базы рубля — 270 млрд долларов.) Это означает, что регулятор может установить любой целесообразный, с его точки зрения, уровень валютного курса, при этом полностью минимизируя уровень неопределенности и амплитуду курсовых колебаний.

Возможные меры

Ранее экономический рост во многом основывался на притоке доходов от экспорта и на внешних займах. Инвестиции, особенно долгосрочные, нередко играли второстепенную роль. Однако кризисы 2008–2009 и 2015–2016 годов, а также антироссийские санкции со всей очевидностью показали необходимость изменения такой модели экономического роста. Нужно, чтобы она базировалась в первую очередь на внутренних источниках фондирования и спроса, а не на внешних, как ранее.

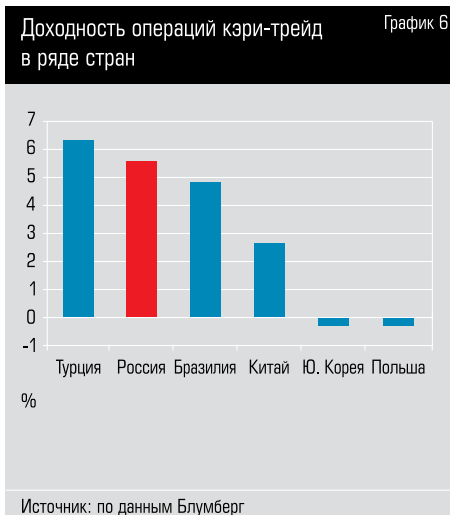
Актуальность проблем инвестирования в ближайшие годы повышается и в связи с тем, что отдача от капиталовложений не является мгновенной, то есть инвестиции начинают оказывать основной общеэкономический эффект лишь с временным лагом (около двух лет). Поэтому уже сейчас требуется перейти к наращиванию инвестиций для обеспечения более высоких темпов

Рост уровня цен за 2014–2017 годы (%)

Табачные изделия	90
Масло сливочное	75
Рыба и морепродукты	55
Продовольственные товары в целом	40
Непродовольственные товары в целом	34

Источники: Банк России, Росстат, аналитический центр при правительстве РФ

*Выступление председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной в Государственной думе РФ 16 июня 2015 года.



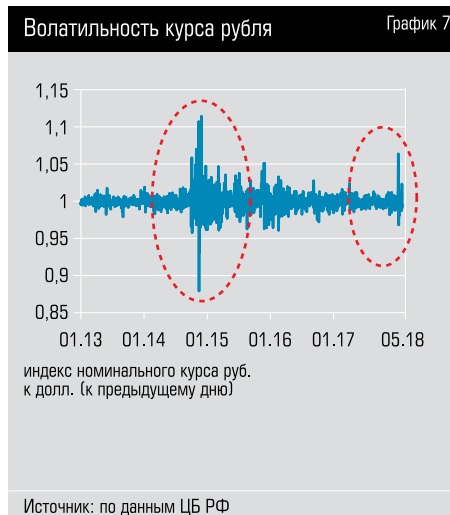
экономического роста после кризиса. Причем важно использовать механизмы целевого формирования финансовых потоков на основе внутренних источников и направления их на первоочередные бюджетные и иные приоритеты.

Хотя регуляторы периодически подпитывают экономику РФ ликвидностью, в экономике продолжает наблюдаться дефицит инвестиций. Использование механизмов целевого формирования финансовых потоков позволит сформировать более прочные национальные основы развития, опирающиеся в первую очередь на внутренние механизмы и рычаги, уменьшая при этом зависимость от внешней конъюнктуры.

Для решения многих стоящих перед страной проблем крайне важно эффективное взаимодействие между Банком России и правительством РФ. О важности этого говорил президент **Владимир Путин** в своем послании Федеральному собранию в марте 2018-го. Причем такое взаимодействие должно заложить прочные основы денежно-промышленной политики в России, что будет способствовать оживлению экономики на качественно ином уровне.

Именно в связи с этим требует пристального внимания формирование более устойчивых источников создания денежного предложения, в первую очередь на основе приоритетов национального развития по примеру наиболее развитых финансовых систем мира. Именно такие подходы позволяют этим странам проводить суверенную политику вне зависимости от внешних ограничений и мировой конъюнктуры.

Такая практика успешно применяется в последние десятилетия наиболее зрелыми экономиками мира — США и Японией. В этих странах на госбумаги приходится 85–95% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты (см. график 8). То есть весь объем денег, который существует в экономиках этих

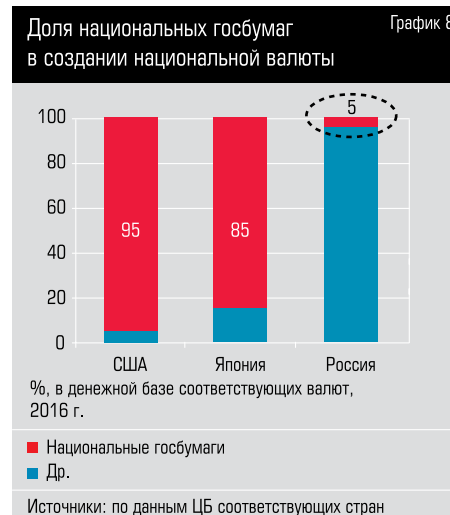


двух стран в настоящее время, в решающей степени был создан под бюджетные приоритеты. В результате существенно расширяются возможности решения бюджетных проблем, структура денежной массы ориентируется на структурные приоритеты развития, что в итоге формирует приоритетные очаги роста. Другими словами, речь идет о полноценной денежно-промышленной политике. Обращает на себя внимание, что в наиболее зрелых и мощных финансовых системах подходы на удивление похожи. Зададимся вопросом: не эти ли подходы обеспечивают им сохранение ведущих позиций в мировой экономике и мировой финансовой системе?

При этом в указанном процессе активно участвуют министерства финансов и центробанки этих стран как главный источник финансовых ресурсов и эмиссионные центры. Эти подходы в результате и позволяют осуществить дополнительное целевое финансирование, необходимое для приоритетных отраслей, не сокращая возможностей других сфер экономики.

Подчеркнем, что, когда центробанки покупают госбумаги, выпущенные своим минфином, они, по сути, осуществляют целевую эмиссию на те цели, для которых выпущена бумага, — на ипотеку, малый бизнес, региональные программы и др. Другими словами, сразу задаются контуры желаемой структуры экономики. Причем, как правило, это длинная и сверхдлинная эмиссия, на 30–40 лет.

Важно, что купленные центробанками США и Японии бумаги хранятся у них в течение всего срока, не поступая на рынок и не оттягивая оттуда деньги. А эмитированные деньги весь срок работают в экономике. Причем когда срок бумаг истекает, то при необходимости повторяется та же самая операция, что делает длинные деньги фактически бессрочными.



А что в России? Доля российских госбумаг в эмиссии рубля составляет менее 5% (2016 год). Это говорит о больших неиспользуемых возможностях как с точки зрения нормализации положения в финансовой и бюджетной сферах, так и с учетом развития потенциала экономического развития в целом. Причем развития именно на основе внутренних механизмов, которые в условиях сохраняющихся санкций и внешней нестабильности приобретают приоритетное значение.

Но формирование «длинных» денег, необходимых для российской экономики, возможно в случае принципиального пересмотра механизмов формирования денежного предложения с повышением роли российских монетарных властей в этом процессе. А участие Центрального банка в указанных механизмах позволит сформировать адекватный объем «длинных» денег, необходимый для финансирования бюджетных задач, не сокращая при этом ликвидность финансового рынка в целом и не создавая ограничений для отраслей реальной экономики. Формируемая в результате системная ликвидность будет залогом прочности экономики.

Новые вызовы кардинально повышают необходимость новых подходов к решению экономических задач, стоящих перед Россией.

Переход к внутреннему денежному механизму роста, целевая кредитная эмиссия, повышение уровня монетизации экономики, существенное снижение ключевой ставки и ставок по кредитам, формирование «длинных» денег, как представляется, будут способствовать реализации приоритетов промышленной политики и созданию необходимых основ, которые укрепят позиции России в условиях санкций и внешних шоков и облегчат устойчивое развитие экономики. ■