

## О прогнозах и рисках роста

Вторая половина января показала немалую курсовую волатильность, когда за короткий отрезок времени и доллар, и евро существенно подорожали относительно рубля. ЦБ РФ пришлось проводить значительные интервенции, чтобы стабилизировать ситуацию хотя бы на время. О макроэкономической ситуации и прогнозах для России мы беседуем с Михаилом Ершовым, доктором экономических наук, членом Межрегионального банковского совета при Совете Федерации РФ ([www.erhovm.ru](http://www.erhovm.ru)).



Текст:  
Вероника  
Новикова

**- Почему, на Ваш взгляд, за короткий отрезок времени доллар и евро существенно подорожали относительно рубля? Какие факторы этому способствовали, и чего ожидать нам в будущем, в этой связи?**

**Михаил Ершов:** Если прогноз роста мировой экономики в 2014 г. МВФ пересмотрел в сторону понижения (относительно их же прогноза, сделанного в апреле 2013), оценивая его на уровне 3,7%. (по сравнению с апрельскими оценками роста в нынешнем году в 4%), то по России пересмотр снижения роста почти двукратный - с 3,8% до 2% (см. IMF WEO April 2013 и IMF Jan.2014). В то же время при всех наших проблемах они не столь остры как у многих, особенно развитых экономик, которые до сих пор (за редким исключением) даже не достигли своего предкризисного уровня (рис. 1).

По кредитам у нас ситуация лучше. Но здесь возникает своя оборотная сторона – риск перегрева, увеличение невозвратов, хотя пока их официальные показатели не хуже, чем у других (рис. 2-3).

Возвращаясь к валютным проблемам, хотел бы сказать, что в самом общем плане устойчивость и крепость валюты отражает устойчивость ее экономики. Ну, а далее возникает большое число субъективных и объективных факторов. Так, сейчас одним из факторов, добавляющих неуверенность на валютном рынке, является планируемое в ближайшем будущем введение так называемого инфляционного таргетирования, при котором центр тяжести будет перенесен с вопросов обеспечения стабильности валютного курса на вопросы обеспечения стабильности процентных ставок, давая курсу большую свободу в движении.

Роль «валютного фактора» и для бизнеса, и тем более для населения очень значима в каждомдневном плане. Она может быть даже более высока, чем ежедневная роль процентных ставок (т.к. покупается валюта чаще, чем берется кредит). Поэтому очевидно, нововведения будут сопряжены с увеличением курсовой волатильности, а при отсутствии должного регулирующего воздействия, мы вновь на какое-то время можем вспомнить явления из не столь далекого прошлого – долларизация, «бегство» от рубля и т.д.



Михаил Ершов

**- Большинство факторов говорит в пользу обесценения рубля?**

**Михаил Ершов:** Положительное сальдо торгового баланса России означает постоянный приток валюты на российский рынок. Если она не будет покупать ЦБ, и наш регулятор уменьшит свое присутствие на валютном рынке (как это предполагается), то валюта должна будет покупаться участниками рынка, но тогда это окажет понижающее давление на доллар и усилит рубль. В результате наша валюта будет дорожать, если конечно не включатся «механизмы воздействия» экспортеров, заинтересованных в дешевом рубле.

**- Сейчас, когда в мире избыток свободных денег, риск их давления на рубль тем более велик.**

**Михаил Ершов:** Действительно, многие ведущие экономики в последнее время масштабно накачали свои экономики деньгами (рис. 4), которые ищут сфер своего приложения и их приток и отток могут быть дестабилизирующим.

**- А как в этой связи в развитых странах решается проблема длинных денег, которые необходимы для их экономик?**

**Михаил Ершов:** Ведущие экономики продолжают укреплять основы своих финансовых систем посредством масштабного формирования длинных финансовых ресурсов, часто с акцентом даже на сверхдлинную эмиссию (до 30-40 лет).

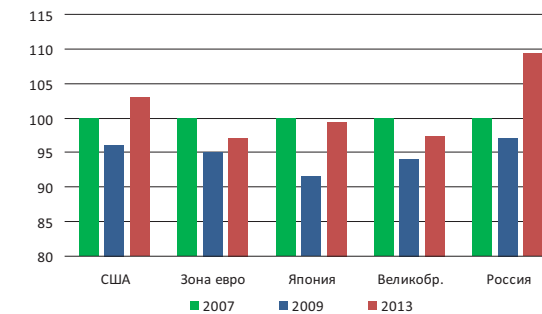
В настоящее время свыше 50% всей накопленной эмиссии японской иены – это деньги свыше 6 лет, (в т.ч. на деньги свыше 10 лет приходится почти 20%), а процентные ставки при этом близки к нулю. При этом МВФ отмечает, что «бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии... позволили добиться впечатляющего оживления экономической активности».

Аналогично, в США только за последние 7 месяцев эмиссия долларов возросла на 25%, ставки рефинансирования объявлены заранее до 2015 г. в пределах 0,25%, доля длинной (свыше 5 лет) накопленной эмиссии долларов составляет более 70% от общего объема всех эмитированных долларов. А сейчас еще реализуются меры по наращиванию длины портфеля госбумаг, находящихся у ФРС (в рамках подходов, получивших название operation twist.)

**- А потом центральный банк продает эти бумаги на вторичном рынке, чтобы стерилизовать эмитированную ликвидность?**

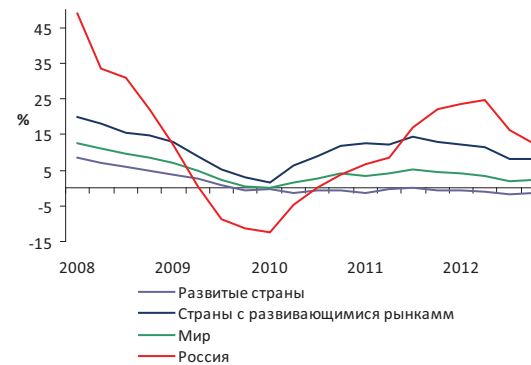
**Михаил Ершов:** Нет. Купленные центральным банком бумаги обычно потом не участвуют в обратной

[Рисунок 1] Объем реального ВВП (2007 г.=100)\*



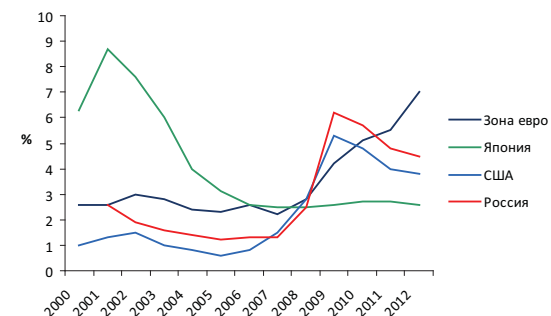
\*2009 г. - на уровне максимального отмечавшегося снижения; 2013 г. - 1 кв., в РФ - 2012 г.  
Источник: OECD, Economic Outlook.

[Рисунок 2] Реальный рост банковских кредитов (r/г, %)



Источник: IMF, BIS.

[Рисунок 3] Доля просроченных кредитов (%)



Источник: Bank of Japan, October 2013; ЦБ РФ.

операции, предполагающей продажу бумаг на рынке и стерилизацию эмитированных денег. Приобретенные госбумаги, как правило, размещаются на балансе центрального банка до срока их истечения (то есть на все 10–15, 20 лет). То есть экономика получает длинные и целевые инвестиционные ресурсы. Более того, когда срок бумаг заканчивается, часто происходит новая эмиссия и новая покупка новых бумаг, что делает процесс поддержания длинных ресурсов в экономике при необходимости практически бессрочным.

Во-вторых, участие центрального банка в указанных механизмах позволяет осуществлять финансирование бюджетных задач, не сокращая ликвидность

финансового рынка в целом. Если бы госбумаги просто размещались на вторичном рынке, то они - при интересе к ним со стороны его участников - покупались бы частными компаниями и банками, и тогда инвестированные ими в этом случае средства ушли бы на финансирование указанных госпрограмм. На иные цели текущей коммерческой деятельности (кредитование и т.д.) средства уже потрачены быть бы не могли. (Данное явление получило в экономической науке название «эффект вытеснения» – «crowding out»).

В результате преобладающей становится картина, при которой монетарные власти (ЦБ-Минфин) формируют мощный пласт целевых длинных денег в соответствии с приоритетами экономической политики (ипотека, малый бизнес, региональные программы и т.д.) Дополняясь иными источниками длинных денег (пенсионных, страховых и т.д.) в итоге формируется мощная финансовая среда, которая существенно расширяет возможности для инвестиций.

**- Понимание и правильное решение этих вопросов очень важно для российской экономики.**

**Михаил Ершов:** Учитывая, что проблема длинных денег для российской экономики давно является крайне актуальной, зададимся несколькими вопросами. Единственной ли возможностью привлечения объемных и доступных по цене длинных денег (необходимых для решения долгосрочных задач, стоящих перед российской экономикой), являются международные рынки, где финансовые ресурсы действительно больше по объему, дешевле и дольше и где, заметим, такие деньги формируются на основе приведенных выше механизмов. Укажем также, что привлечение таких ресурсов означает и рост внешней задолженности.

Или, напротив, есть возможность начать самим использовать механизмы с участием национальных монетарных властей, по аналогии с подходами которые в течение многих лет практикуются самыми мощными и зрелыми финансовыми системами мира?

Хотелось бы при обсуждении этого вопроса услышать подробный технический (но никак не абстрактно-эмоциональный - с аргументами, наподобие тех, что, дескать, «у нас не получится») анализ реальных возможностей этого процесса, наличие рисков (а их естественно будет немало), путей их минимизации.

Вызывает к себе внимание также то обстоятельство, что помимо наращивания длинного компонента эмиссии, американские регуляторы (как и регуляторы ряда других стран) продолжают поддерживать ставку рефинансирования на минимальном уровне (ниже 0,25%) при этом объявляя ее уровень

на несколько лет вперед – до середины 2015 г. (так делает, в частности, ФРС США), что естественно делает финансовую деятельность более прогнозируемой. Более того, в последнее время в механизмах текущего рефинансирования (в частности при предоставлении overnight repo) стали использоваться инструменты с фиксированной ставкой. Это, по мнению ФРС, «предоставляет безрисковый инструмент напрямую широкому кругу участников рынка» (FOMC minutes, August, 2013, p.2).

Все это существенно облегчает условия ведения бизнеса и расширяет возможности поддержки экономического роста.

**- Что можно ожидать от нового руководства ФРС?**

**Михаил Ершов:** Новый глава ФРС г-жа Йеллен известна как приверженец стимулирования экономики и противник рестриктивных мер, считая например, что «сокращение правительственных расходов и повышение налогов затормозили восстановление экономики» (FRS, 11.02.2013). Очевидны и ее предпочтения с точки зрения необходимости стимулирования роста и занятости: «ФРС может помочь американцам иметь работу» (FRS, 09.10. 2013). Поэтому, вероятно, ожидать создания комфортных условий для ведения бизнеса и активных мер по поддержке роста.

**- Учитывая, что мы уже вступили в ВТО, равные условия конкуренции для нашего бизнеса крайне важны.**

**Михаил Ершов:** Вступление России в ВТО создаст принципиально новые условия деятельности для российских субъектов – реального сектора и банков, которые должны теперь функционировать в гораздо более жестких конкурентных условиях. При этом необходимо учитывать, насколько участники конкуренции находятся в сопоставимых условиях.

Для сохранения «чистоты» конкуренции и ее фактического равенства, в ВТО как правило следят не только за прямыми, явными формами влияния на конкурентную среду, за соблюдением «буквы закона», но и за скрытыми формами воздействия, формирующими реальную, фактическую конкурентную среду. (Раньше указанные принципы были определены в рамках некоторых подходов предшественника ВТО - Генерального Соглашения по тарифам и торговле - ГАТТ и Североамериканского соглашения по свободной торговле - НАФТА).

Нарушение таких принципов делает необходимым введение ответных выравнивающих мер.

**- Примеры этого мы не раз наблюдали.**

**Михаил Ершов:** Да, например, в середине 2000-х гг.

когда очередной масштабный виток торговых споров между США и ЕС привел к тому, что Евросоюз ввел дополнительные пошлины на американские товары. Причиной было объявлено предоставление Соединенными Штатами налоговых льгот своим экспортерам. При этом форма поддержки носила довольно завуалированный непрямо характер, фактически являясь скрытыми субсидиями. Согласно американскому Закону об экспортных корпорациях американские экспортеры могли в ряде случаев использовать механизмы созданных офшорных фирм, на счета которых перечислялась экспортная выручка, выводившаяся таким образом от уплаты налогов в США. Это, по мнению экспертов, создавало для американских компаний более благоприятные условия по сравнению с европейскими и было признано достаточным основанием для принятия ЕС необходимых выравнивающих шагов.

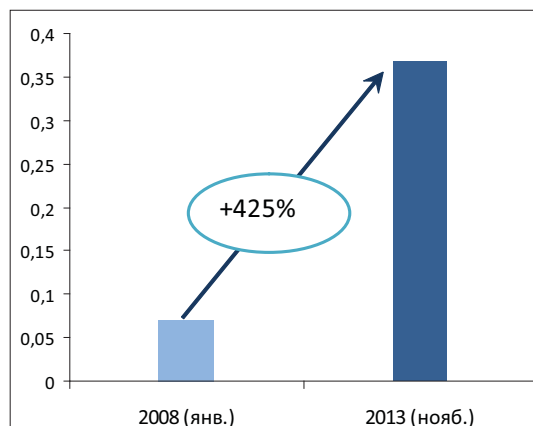
Другими словами, во внимание принимаются не только прямые, но и косвенные неясные меры поддержки.

**- Более того, в Вашем примере речь идет даже не о чисто внешнеторговых рычагах регулирования и конкуренции – тарифах, пошлинах, квотах и т.д., а об обычной каждодневной хозяйственной деятельности, и тем не менее, это вызвало внешнеторговый спор.**

**Михаил Ершов:** Именно. Поэтому в рамках ВТО нам необходимо учитывать те фактические различия, которые отмечаются в России и других странах, когда последние имеют возможности использования более дешевых, более длинных и более масштабных по своему объему ресурсов, которые были предоставлены регуляторами этих стран для своих участников в период кризиса. Очевидно, что успех конкуренции предполагает равенство ее условий и одинаковые возможности для всех участников. В противном случае результат будет predetermined еще на старте.

Существует большое число мер, предусмотренных ВТО, для выравнивания условий конкуренции - «благоразумные отклонения», «компенсационные меры», использование критерия «поддержания стабильности рынка». Однако наиболее важным представляется проведение адекватной экономической политики, которая предоставит реальному сектору возможности для ведения бизнеса, которые сопоставимы с возможностями у стран-конкурентов. Это важно не только для достижения успеха конкуренции в рамках ВТО. Указанные меры должны расширить возможности для нашей экономики по решению стоящих перед ней долгосрочных системных задач, что укрепит основы устойчивого роста в жесткой конкурентной среде.

[Рисунок 4] Денежная база фунта стерлингов (тран. фунтов)



[Рисунок 5] Денежная база доллара США (тран. долл.)

