



Об избыточной ликвидности в условиях замедления экономического роста и жесткой экономической политики

Текст: Михаил Ершов, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук; (www.ershovm.ru)

Замедление экономического роста и снижение инфляции, которые отмечаются в российской экономике за последний год, сопровождаются появлением новой тенденции – избыточной и неиспользуемой ликвидностью в финансовой сфере. С чем это связано?

В российской экономике в 2016 г. отмечается снижение инфляции (рис. 1). Несмотря на это продолжают сокращаться и ВВП, и инвестиции (рис. 2).

По мнению ЦБ РФ, «слабый внутренний спрос будет основным фактором снижения инфляции в 2016–2017 годах» (1).

В таких условиях в российской финансовой системе начинает формироваться новое явление для последних лет – структурный профицит ликвидности. Он связан не только, и не столько с расходованием средств из Резервного фонда, как это принято объяснять. Этот профицит также связан со сжавшимся внутренним спросом (в том числе, из-за девальвации рубля (рис. 3)) и с высоким уровнем процентных ставок (рис. 4). Это делает рублевые средства либо невостребованными, либо труднодоступными (либо и то, и другое) для населения и бизнеса. Многие отрасли просто не могут себе позволить взять деньги по такой цене.

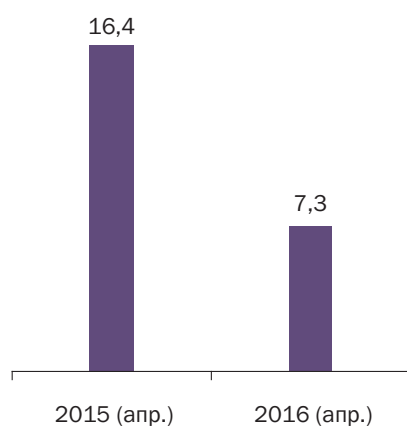
Очевидно, что необходимое снижение ставок не только облегчит экономический рост, но и даже будет способствовать удорожанию национальной валюты. В теории более низкие ставки способствуют обесценению валют (поскольку уменьшается доходность по вкладам в данной валюте и, следовательно, снижается ее привлекательность). Однако на практике часто возникающие более благоприятные возможности для экономического роста вследствие снижения ставок, позитивно влияют на восприятие со стороны рынка. Это в результате находит отражение в удорожании валюты (а не в обесценении). Очевидно, чем больше потенциал роста экономики, тем больше потребности и в финансировании этого роста, что в результате повышает спрос на рубли и, как следствие, ведет к удорожанию курса национальной валюты.

Указанная закономерность хорошо иллюстрируется фактическим взаимо-

действием процентных ставок и валютного курса в российской экономике, которое наблюдалось в последнее время. Действительно, по крайней мере после трех снижений ключевой ставки Банком России в 2015 году рубль некоторое время дорожал (рис. 5), и лишь потом под воздействием иных факторов возвращался к прежним уровням. Хотя 10 июня 2016 года рубль в первые минуты после объявления о снижении ставки и ослаб, но затем резко окреп, что означает позитивную реакцию рынка на новость.

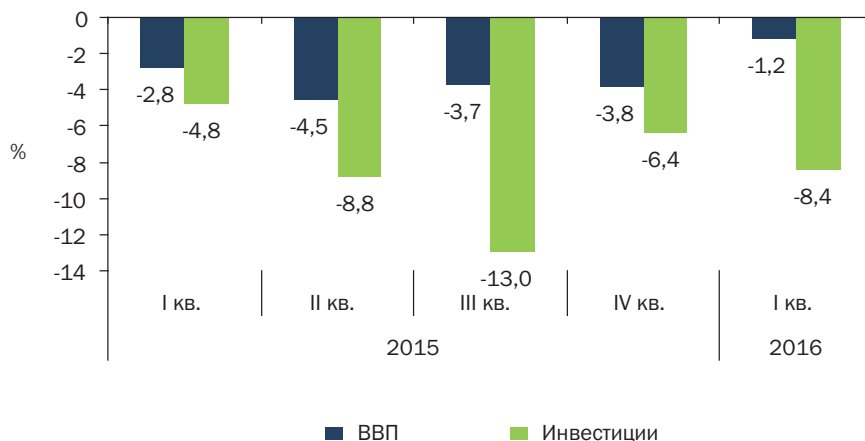
Принято считать, что у нас мало привлекательных проектов и мало надежных заемщиков, что при нынешних параметрах рынка в определенной мере так и есть. Однако, естественно, при снижении ставок круг возможных проектов расширится. Такие проблемы есть и в других странах. И там для их решения часто снижают ставки до минимальных значений, и даже часто

[Рис. 1] Инфляция, г/г, %



Источник: Росстат

[Рис. 2] Рост ВВП и инвестиций, г/г, %



Источник: Росстат

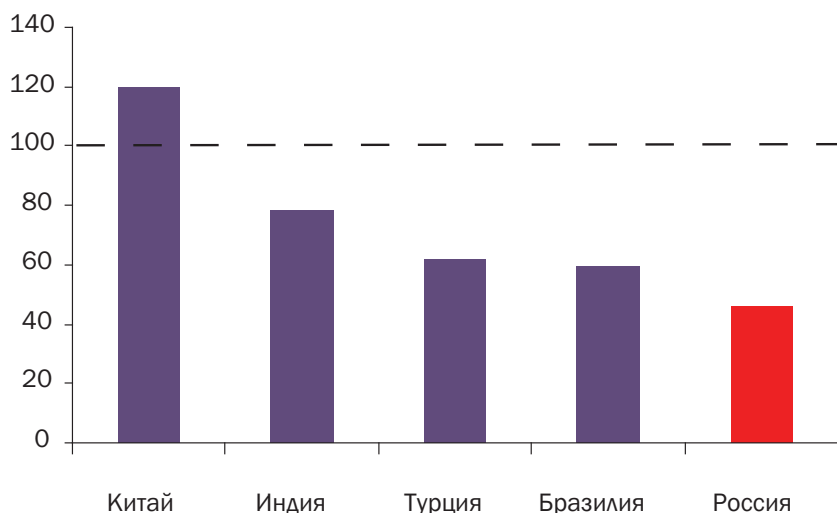
до уровня ниже темпов инфляции. А регулятор для увеличения предсказуемости на рынке еще и объявляет ставку заранее на несколько лет вперед (как это было в США). Что касается поступления средств в реальный сектор, то интересен недавний пример ЕЦБ (2016 год). Они по своим длинным механизмам рефинансирования (TLTRO, на 4 года) в случае направления средств коммерческими банками в реальный сектор даже ввели отрицательные ставки. Это, по сути, означает, что не банки платят регулятору за взятые у него средства на рефинансирование, а наоборот – регулятор доплачивает банкам в случае направления ими средств на обозначенные цели в реальный сектор. Наверное, следовало бы подумать, в какой мере подобные подходы могут быть эффективны для нас.

Поэтому даже низкая инфляция (как в странах зоны евро) не является гарантией роста экономики и приходится использовать дополнительные рычаги, и даже доплачивать инвесторам, чтобы подтолкнуть их к инвестициям в реальную экономику.

Укажем при этом, что как для стран с высокой инфляцией, так и для стран с низкой инфляцией снижение процентной ставки одинаково играет смягчающую роль и одинаково расширяет возможности развития бизнеса (поэтому довод, что российской экономике с более высокой инфляцией этот механизм использовать не следует, представляется некорректным).

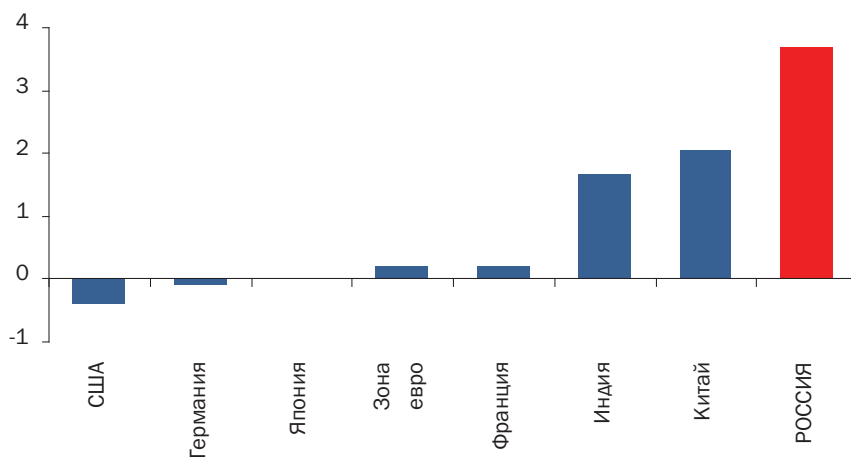
Поэтому снижение процентной ставки и сопутствующее такому снижению увеличение монетизации экономики представляется крайне важным. А аргументы о том, что это может быть сопряжено с инфляционными рисками, не подтверждаются фактической статистикой за последние 15 лет. Как следует из рис. 6, суммарный прирост денежной массы в российской экономике за 2000-2015 годы был многократно выше, чем размер суммарной инфляции. С учетом немонетарной доли инфляции отрыв между денежной массой (M2) и ростом

[Рис. 3] Номинальный эффективный валютный курс (янв. 2010 года =100)



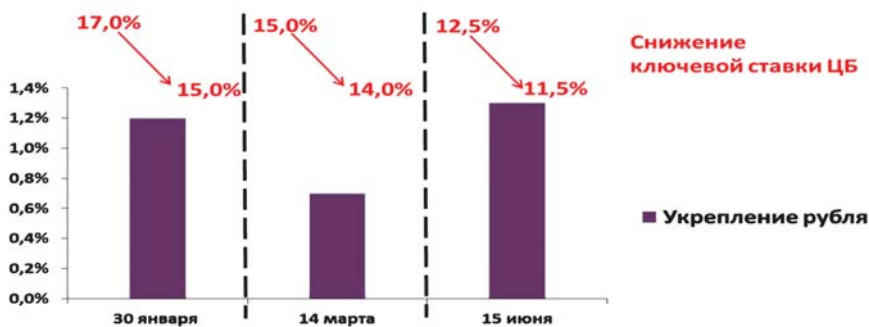
Источник: ЕЦБ

[Рис. 4] Реальный уровень процентных ставок в ряде стран, %

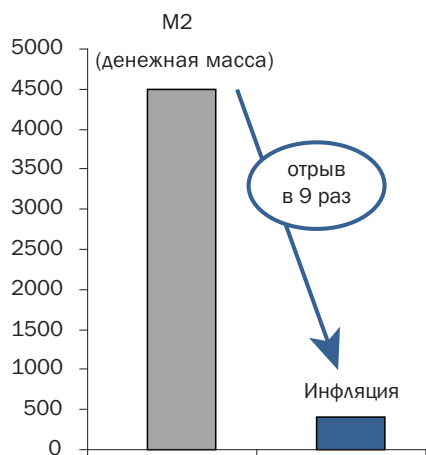


Источник: по данным центральных банков соответствующих стран

[Рис. 5] Динамика курса руб./долл. после объявления ЦБ РФ о снижении ключевой ставки в 2015 году



Источник: по данным ЦБ РФ и Bloomberg

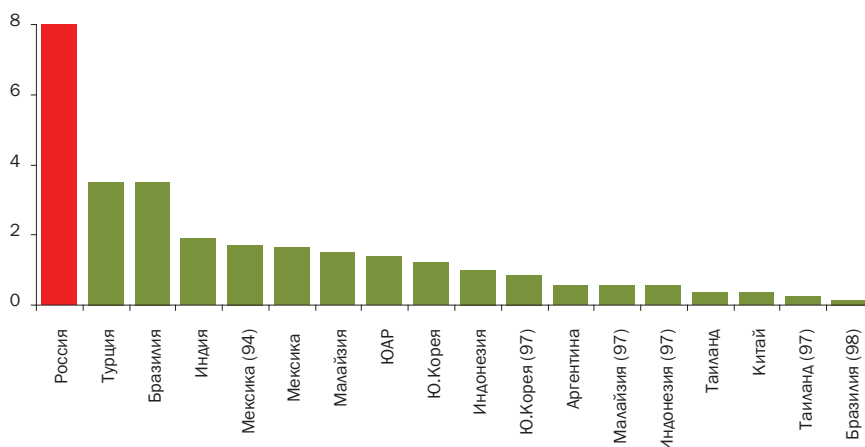
[Рис. 6] Суммарный прирост M2 и инфляции в 2000-2015 годах, Россия

Источник: по данным ЦБ РФ

цен может достигать более 20 раз. Другими словами 100%-й рост M2 вызовет повышение цен менее чем на 5%. Причем это не одномоментная точечная оценка, а отмечающаяся тенденция последних 15 лет. (Исключением являются 2014 и 2015 годы, что связано с провалом курса рубля. По оценкам Банка России «в 2015 году ключевым фактором инфляции явилась динамика курса рубля, которая, по оценке, сформировала около 5 процентных пунктов (примерно 40%) прироста потребительских цен за год»(2).)

Еще больше осложнила ситуацию на российском финансовом рынке высокая волатильность рубля. По январским опросам реального сектора РСПП, наибольшее число респондентов назвали волатильность и слабый курс рубля (44%) среди основных факторов мешающих росту. Курс рубля демонстрирует самую большую волатильность среди стран с развивающимися рынками (рис. 7).

Очевидно, такая волатильность создает благоприятные условия для спекуляций. Одновременно повышается неустойчивость на финансовом рынке, затрудняются возможности планирования операций, увеличиваются издержки, вызванные необходимостью хеджирова-

[Рис. 7] Волатильность* валютных курсов ряда стран**

* Стандартное отклонение ежедневного изменения курса национальной валюты к доллару США в 2015 году.

** В 2015 году, в скобках рядом указаны другие кризисные годы, когда была повышенная волатильность.

Источник: ЕЦБ

ния рисков и т.д. Т.е. финансовые условия становятся менее благоприятными и осложняют возможности ведения бизнеса в целом.

В этой связи для повышения устойчивости валютной сферы важно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение долгосрочного стабильного реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов для реального сектора.

При этом российская экономика и регуляторы обладают необходимыми для этого рычагами. Во-первых, регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми они располагают, и которые следовало бы донести до понимания рынка.

Во-вторых, укажем, что золотовалютные резервы, которые сейчас превышают величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза (рис. 8), технически позволяют установить такой уровень валютного курса рубля, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой.

Естественно, запретительно высокие процентные ставки, повышенная во-

латильность рубля, курсовые провалы существенно усложняют условия ведения бизнеса и повышают риски. Все это обуславливает формирование избытка средств в финансовом секторе (о чем шла речь выше).

Поэтому если не создавать условий, способствующих притоку средств в свою экономику, следствием будет отток средств в зарубежные экономики. В принципе, вызывает удивление, когда вместо того, чтобы размещать в своей экономике те ресурсы, которые имеются в российской экономике, эти средства, напротив, инвестируются в экономики других стран (рис. 9), тем самым стимулируя их развитие. Более того, средства вкладываются в те страны, которые проводят по отношению к России недружественную политику (см. данные о вложении российских ЗВР в облигации зарубежных стран на рис. 10).

Такая политика, очевидно, может быть сопряжена с рисками. Согласно бывшему председателю Банка Англии Мервину Кингу, Китай и другие страны не хотят оказаться в ситуации, когда их международные активы будут зависеть от положения в США. «Если произойдут серьезные обострения, все китайские активы могут быть аннулированы».(3)

[Рис. 8] Денежная база рубля и международные резервы РФ (апр. 2016 г.)

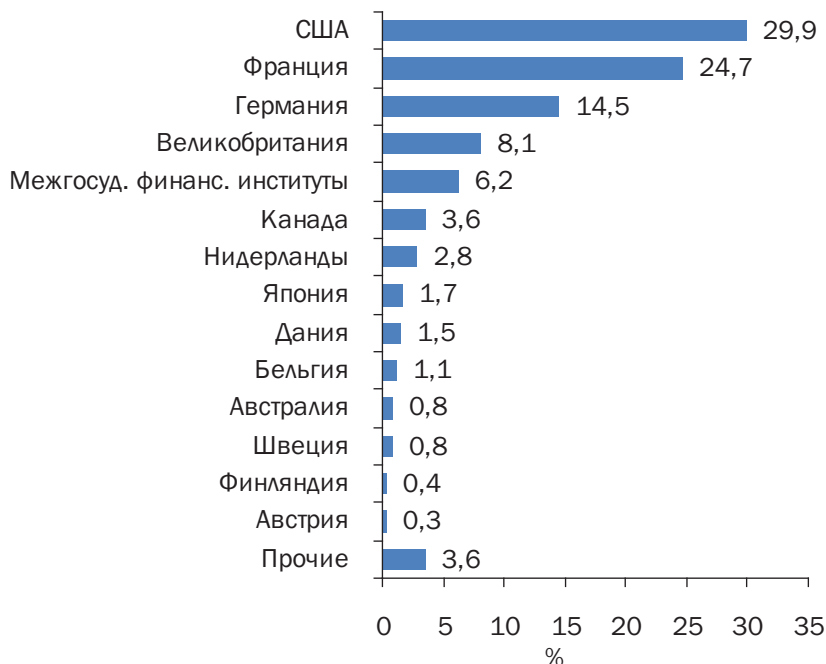


Источник: ЦБ РФ

Напомним, что к подобным методам США не раз прибегали в прошлом. Имела место и заморозка средств стран Арабского Востока в последние годы, и даже заморозка средств, размещенных в американских банках странами-союзниками США во время Второй мировой войны. А доводы о том, что в настоящее время нет столь же надежных и привлекательных инструментов для размещения, как казначейские облигации США, не выглядят убедительными с учетом вышеизложенных примеров. Поэтому, естественно, требует внимания проработка подходов размещения российских активов в других государствах, в других инструментах, размещения через третьи страны и т.д., что особенно актуально в условиях повышенных геополитических рисков.

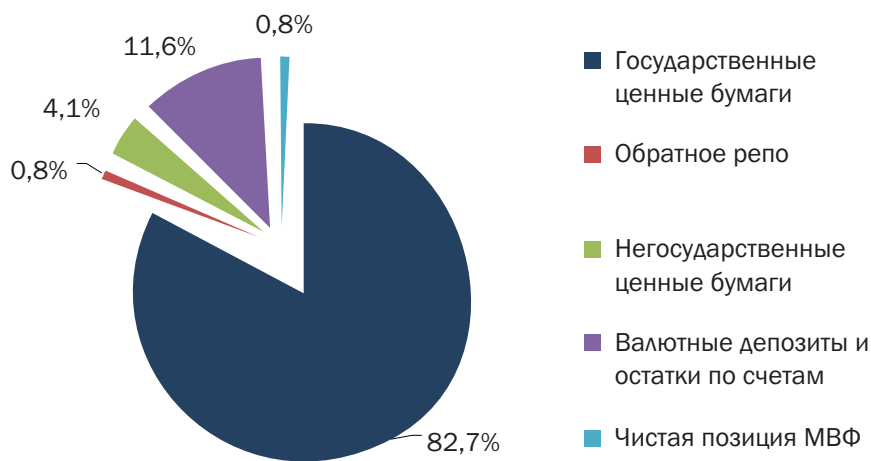
В складывающихся условиях крайне важным представляется формирование благоприятной экономической среды для кредитования и инвестиций. Стабильность валютного курса, разумный уровень процентных ставок (в соответствии с средним уровнем рентабель-

[Рис. 9] Географическое распределение резервных валютных активов Банка России на 01.01.2016 г., %



Источник: Годовой отчет ЦБ РФ за 2015 год

[Рис. 10] Вложения ЗВР России на 01.01.2016, %



Источник: Годовой отчет ЦБ РФ за 2015 год

ности экономики), необходимый объем длинных денег и адекватный уровень финансовой обеспеченности экономики

являются важнейшими условиями, которые обеспечат российской экономике устойчивый рост.

Сноски:

- (1) Доклад о денежно-кредитной политике ЦБ РФ. Март 2016 г. С. 3.
- (2) Доклад о денежно-кредитной политике ЦБ РФ. Март 2016 г. С. 20.
- (3) Gold Investor. June 2016. M.King. Misguided policies and economic risk. P. 14-17