Максим ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента по России и СНГ в управлении по операциям на российских финансовых рынках, «КРЕДИ АГРИКОЛЬ КИБ» ЗАО

ЕЩЕ В 80-Е ГОДЫ ВО ВСЕХ БЕЗ ИСКЛЮЧЕНИЯ СТРАНАХ МИРА ОСНОВНОЙ УГРОЗОЙ ДЛЯ УСПЕШНОСТИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ЯВЛЯЛАСЬ ИНФЛЯЦИЯ, ОДНАКО УЖЕ В 90-Х ГОДАХ НАЧАЛА ФОРМИРОВАТЬСЯ НОВАЯ ГРУППА СТРАН, ДЛЯ МОНЕТАРНЫХ ВЛАСТЕЙ КОТОРЫХ ГЛАВНОЙ ПРОБЛЕМОЙ СТАЛА ДЕФЛЯЦИЯ. СНАЧАЛА В ЭТОЙ ГРУППЕ БЫЛА ТОЛЬКО ЯПОНИЯ, НО В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ В РЕЗУЛЬТАТЕ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА К НЕЙ ПРАКТИЧЕСКИ ПРИСОЕДИНИЛИСЬ США И СТРАНЫ ЕВРОЗОНЫ.

ИНФЛЯЦИЯ в полный рост

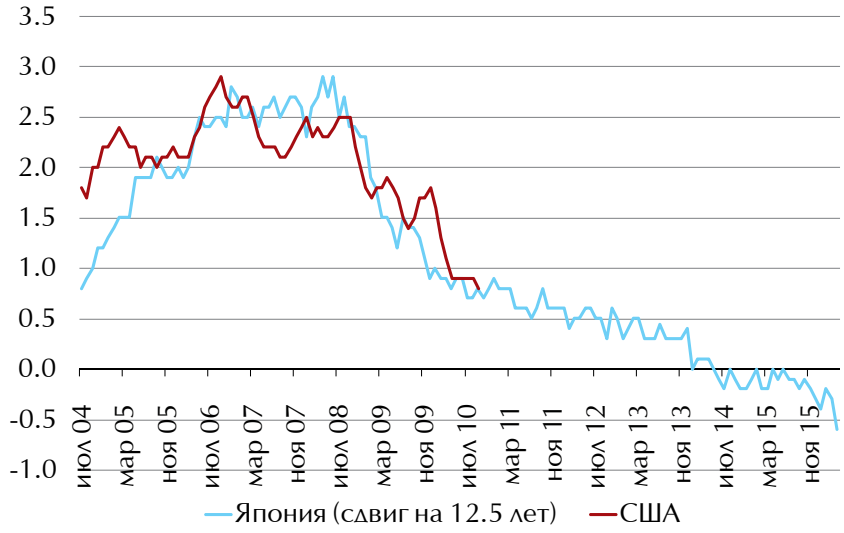
Кризис разделил все страны мира на две группы. Первая — это страны, продолжающие жить в рамках традиционной экономической парадигмы, где вопросы стимулирования экономики легко решаются монетарной политикой. Вторая группа — страны, попавшие в так называемую «ловушку ликвидности», когда при сохранении значительного отрицательного разрыва между потенциальным ВВП и фактическим инфляция устойчиво снижается и приближается к отрицательным значениям, а уровень краткосрочных процентных ставок находится вблизи нулевой отметки.

Очевидно, что в этих двух группах стран оптимальная экономическая политика отличается кардинальным образом. Для первой группы после того, как смягчение экономической политики достигнет цели возобновления устойчивого экономического роста, а инфляция вновь превысит целевой уровень, необходимы старые проверенные лекарства: ужесточение фискальной (эффективнее через сокращение госрасходов, чем через рост налогов) и монетарной политики (через рост уровня реальных процентных ставок в экономике).

В странах, для которых характерна ситуация «ловушки ликвидности», процентные ставки и так уже находятся вблизи нулевой отметки, а требуемое стимулирование экономики через их дальнейшее снижение просто невозможно. В данной ситуации монетарные регуляторы должны переходить к нетрадиционным мерам стимулирования, в то время как от фискальных властей требуется существенный рост государственных расходов (носящий циклический, то есть временный на период циклического спада экономики, а не структурный характер). Среди уже применяемых денежными властями Японии и США нестандартных мер стоит назвать политику количественного смягчения монетарной политики, в рамках которой через выкуп центральными банками финансовых инструментов (в первую очередь — государственных ценных бумаг) с открытого рынка достигается значительный рост избыточных резервов в банковской системе.

Однако, как демонстрирует экономическая реальность последних лет, зачастую таких мер оказывается недостаточно. И в ситуации, когда возможность дальнейшего роста фискальных расходов маловероятна (из-за политических или каких-либо других проблем), денежным властям приходится

Рисунок 1
Базовая инфляция в США и Японии, % годовых



Источник: Bloomberg

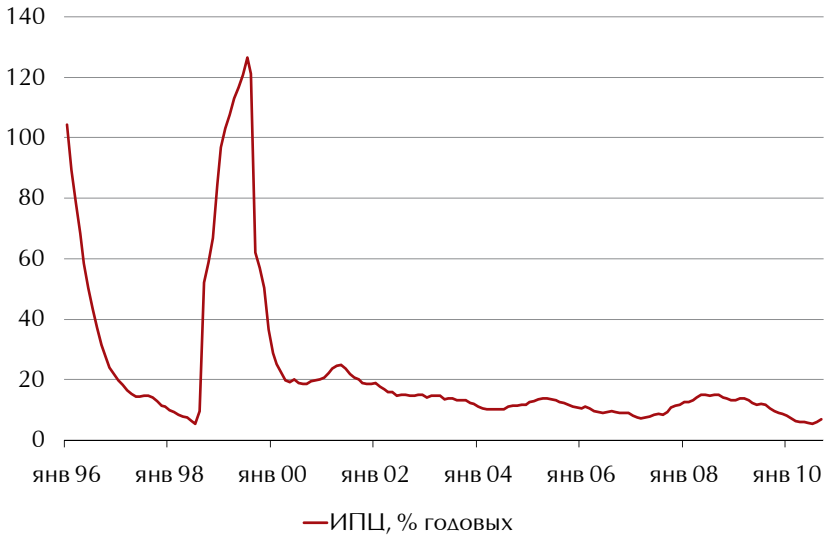
брать на себя роль «спасителей отечества». В уже ставшей знаменитой речи председателя ФРС США Бена Бернанке в Джексон-Холле и последующих выступлениях глава ФРС озвучил возможные дальнейшие меры стимулирования монетарной политики. Среди дополнительных мер (кроме выкупа ценных бумаг с открытого рынка) можно выделить наиболее значимые:

• Снижение процентной ставки, уплачиваемой по избыточным резервам банков, до 0. В ситуации с избыточными резервами банковской системы (ровно такая ситуация наблюдается сейчас и в России) краткосрочные ставки денежного рынка определяются ставкой, которую центральный банк уплачивает по избыточным резервам (в США эта ставка сейчас равна 0.25%, а, например, в России она составляет 2.5% годовых). Снижение такой ставки до нуля будет еще больше способствовать активизации инвестиций финансовых институтов в реальный сектор экономики, однако может сопровождаться и такими долгосрочными институциональными проблемами, как резкое снижение ликвидности рынка межбанковского кредитования. Учитывая опасения членов ФРС нанести этому рынку долгосрочный урон, развитие событий в данном направлении маловероятно.

• Влияние на долгосрочные инфляционные ожидания экономических агентов через изменение комментариев со стороны ФРС, сопровождающих решение по процентной политике. Повышение долгосрочных инфляционных ожиданий экономических агентов при стабильных долгосрочных номинальных процентных ставках может способствовать дальнейшему снижению реальных процентных ставок и стимулированию экономической активности. Замена текущей фразы про «сохранение процентных ставок в течение продолжительного периода времени» на текст, привязывающий возможное повышение ставок к какому-либо событию (например, достижению инфляцией какого-либо уровня). Здесь также можно отметить и возможное введение политики инфляционного таргетирования с более высокой целью, чем общепринятые 2%, введение политики таргетирования целевого уровня цен или даже таргетирования уровня номинального ВВП. Все эти политики будут гарантировать сохранение базовых процентных ставок на очень низком уровне более продолжительный период времени, так как они позволят инфляции достичь более высоких показателей перед тем, как начнется фактическое ужесточение монетарной политики.

Эта статья написана до публикации очередного решения комитета по открытым рынкам ФРС США. В момент выхода журнала весь экономический мир будет вовлечен в обсуждение нового этапа развития монетарной политики в США, основные программные принципы которого будут озвучены 3 ноября. Помимо расширения программ выкупа государственных бумаг (вероятность данного события близка к 100%), на этом или одном из следующих заседаний возможны сюрпризы, причем наиболее вероятным станет введение политики таргетирования целевого уровня цен.

К сожалению, ожидать большого эффекта от этих действий не приходится. Как гласят экономические модели, доказавшие свою правоту в последние годы, выходом из текущего тупика может стать только одномоментное и достаточное по силе смягчение фискальной и монетарной политики. И пока будут молчать фискальные власти США, я думаю, нам еще не раз удастся обсудить проблему дефляции и мер борьбы с ней.



Источник: ФСГС РФ

Рисунок 2
Индекс потребительских цен в России, % годовых

ИНФЛЯЦИЯ В РОССИИ

Последние двадцать лет привили россиянам долгосрочную привычку к инфляции. Либерализация цен 1 января 1992 года сделала скрытую инфляцию (выражавшуюся в тотальном дефиците всего и вся) явной, запустив спираль гиперинфляции. Использование валютного курса в качестве номинального якоря (через введение жесткого валютного коридора) позволило в июле 1998 года достигнуть второго минимального за всю российскую историю значения индекса потребительских цен (5.6%), однако резкое снижение цен на нефть (до уровня ниже $10 за баррель, который в настоящее время вряд ли приснится даже в страшном сне), нерешенная проблема дефицита государственного бюджета и быстрорастущая пирамида го-

ВЫХОДОМ ИЗ ТЕКУЩЕГО ТУПИКА МОЖЕТ СТАТЬ ТОЛЬКО ОДНОМОМЕНТНОЕ И ДОСТАТОЧНОЕ ПО СИЛЕ СМЯГЧЕНИЕ ФИСКАЛЬНОЙ И МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ. И ПОКА БУДУТ МОЛЧАТЬ ФИСКАЛЬНЫЕ ВЛАСТИ США, Я ДУМАЮ, НАМ ЕЩЕ НЕ РАЗ УДАСТСЯ ОБСУДИТЬ ПРОБЛЕМУ ДЕФЛЯЦИИ И МЕР БОРЬБЫ С НЕЙ

сударственного долга спровоцировали глубокий финансово-экономический кризис и очередной всплеск инфляции. В 2007 году очередная попытка инфляции опуститься до приемлемых уровней (7.4% в годовом выражении) наткнулась на значительный перегрев спроса в российской экономике благодаря активному наращиванию государственных расходов и поддержанию процентных ставок на отрицательном уровне в реальном выражении. Глубокий экономический кризис 2008–2009 годов на фоне сдерживающей монетарной политики позволил сбить темпы прироста ИПЦ до минимального значения за всю российскую историю (июль 2010 года — 5.5% годовых). Однако негативный шок предложения на рынке продовольствия (жаркое лето 2010 года россияне запомнят надолго) на фоне излишне продолжительной мягкой монетарной политики Банка России в настоящее время вновь запускают спираль перегрева российской экономики и ускорения инфляционных тенденций.

> ОТСУТСТВИЕ УЖЕСТОЧЕНИЯ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ И СОХРАНЕНИЕ БАЗОВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК НА КРАЙНЕ НИЗКОМ УРОВНЕ (В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ — 2.5%) ОЗНАЧАЕТ, ЧТО УЖЕ В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ В РОССИИ МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ ПОД УГРОЗОЙ

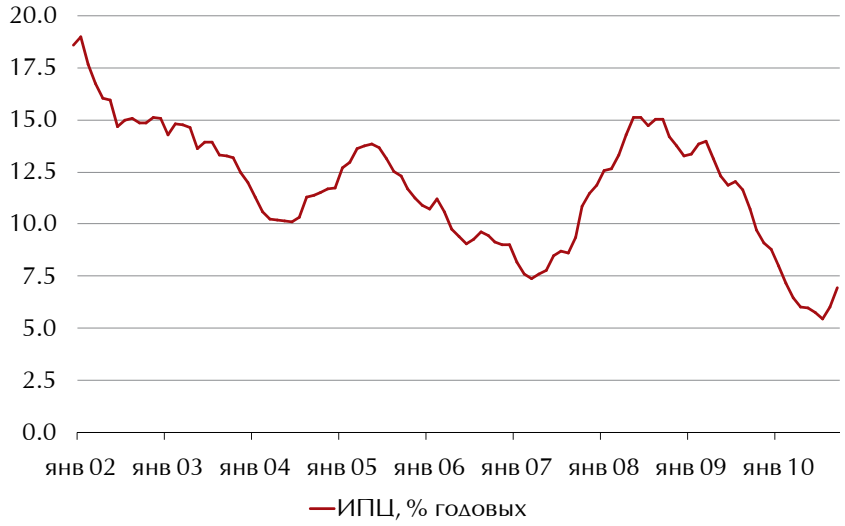
В настоящее время Россия остается одной из немногих крупных стран современного мира, где проблема инфляции еще не решена. Очевидно, что, используя классификацию, упомянутую в первой части моей статьи, в настоящее время Россию можно отнести к категории стран, где монетарное стимулирование достигло своей цели: экономический рост возобновился, уровень разрыва между потенциальным и фактическим ВВП значительно сократился и будет закрыт уже в следующем году, а инфляция вновь ускоряется и уже находится выше ориентиров регулятора на следующий год.

Чем же так плоха инфляция с темпами роста чуть ниже 10%, которая наблюдается в России в последние годы? Основной негативный эффект связан с оценкой будущего общего и сравнительного уровня цен, ведь изменение оценки годовой инфляции на несколько процентных пунктов может иметь большое влияние на покупную способность денежной единицы через пять-десять лет. В итоге это приводит к существенному искажению решений компаний по производству и инвестициям, а домохозяйств, например, по вопросу сбережений. Даже небольшая инфляция вносит существенные искажения в системы бухгалтерского учета, трудовые контракты, оценку рисков и доходности финансовых инструментов. По оценке Стэнли Фишера, негативный эффект от десятипроцентной инфляции может достигать 1/10 темпов роста потенциального ВВП, что в долгосрочном периоде формирует условия для существенного замедления экономического развития. Именно поэтому инфляцию я считаю главным врагом российской экономики.

Многочисленные исследования демонстрируют, что оптимальным уровнем инфляции для развитых экономик является уровень порядка 2% в год, для развивающихся стран, в которых необходимо быстрое изменение структуры цен, оптимальным считается уровень в 3–5%. Практика экономической политики многих стран мира сформировала консенсус относительно способов достижения оптимальных темпов инфляции. Политика инфляционного таргетирования, применяемая в десятках стран мира, уже доказала свою эффективность. Оптимальный уровень инфляции в ее рамках достигается через управление монетарными регуляторами уровнем краткосрочных процентных ставок. В разные фазы экономического цикла процентные ставки, контролируемые регулятором, превышают нейтральный уровень (уровень, который обеспечивает стабильную динамику инфляции) в тот момент, когда нужно снизить инфляцию, и оказываются ниже него, когда инфляционное давление слишком сильно ослабевает. Нейтральный уровень реальных процентных ставок положителен и оценивается от 2% для развитых экономик (для США это порядка 2.5%) до 5% и более для развивающихся (для Бразилии это порядка 6%).

Отсутствие ужесточения фискальной политики и сохранение базовых процентных ставок на крайне низком уровне (в настоящее время — 2.5%) означает, что уже в ближайшие годы макроэкономическая стабильность в России может оказаться под угрозой. Очевидно, что приближение выборов 2011–2012 годов вряд ли будет способствовать проведению жесткой экономической политики, а это означает, что

Рисунок 3
Индекс потребительских цен в России, % годовых



Источник: ФСГС РФ

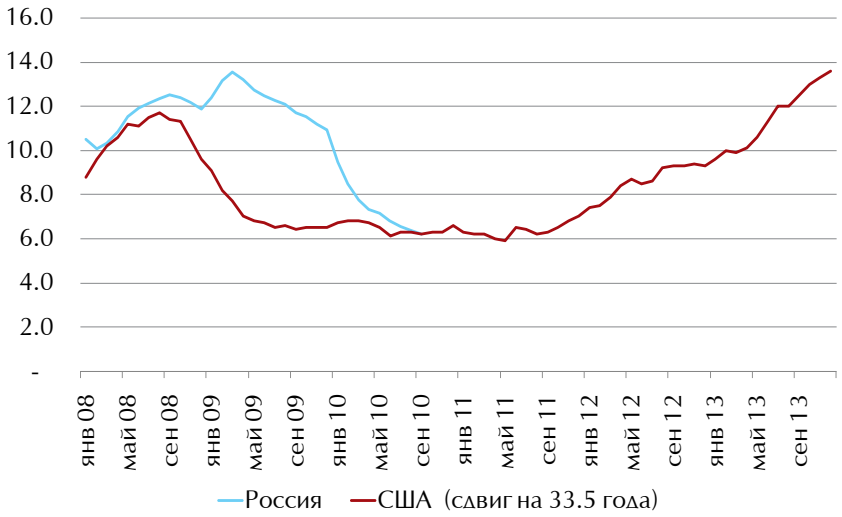
рост инфляционного давления в ближайшие годы усилится, что рано или поздно вынудит российские денежные власти пойти на резкий рост уровня процентных ставок для сохранения макроэкономической стабильности.

Текущая ситуация в России не уникальна и во многом схожа с ситуацией в американской экономике второй половины 70-х – начала 80-х годов. В 1974–1975 годах американская экономика прошла через серьезную рецессию, в результате которой уровень безработицы достиг многолетнего максимума в 8.9% годовых (в России в прошлом году пик безработицы составил 9.4%). После этого в политической сфере сложился консенсус, что именно безработица является проблемой номер один, а инфляцией пока можно и пренебречь (не правда ли, все это знакомо?). В итоге экономическая политика была переведена в режим максимального стимулирования.

Эти меры достигли своей цели, и уже к середине 1978 года уровень безработицы в США опустился до 6%, однако монетарная политика продолжала оставаться стимулирующей еще несколько лет (уровень базовых процентных ставок держался на уровне, соответствующем показателю базовой инфляции), что в конце концов спровоцировало рост базовой инфляции до 13.6%! Новый глава ФРС Пол Волкер поставил перед собой цель побороть инфляцию. В качестве основной меры борьбы он принял решение значительно ужесточить монетарную политику и резко поднял уровень базовых процентных ставок. Максимальный уровень краткосрочных ставок денежного рынка в этот период под воздействием политики регулятора достигал 20%. Как известно, стабилизация инфляции в рамках ее восходящего тренда требует более высокого, чем нейтральный, уровня реальных процентных ставок. В результате американская экономика вновь вошла в полосу рецессии, а безработица практически достигла уровня в 11%. Однако в дальнейшем экономическая реальность доказала, что жертвы начала 80-х годов были оправданы, так как заложили основу невиданному раньше периоду устойчивого экономического роста.

В целом можно отметить, что российская экономика в последние годы перешла на иной уровень развития. Период быстрого и продолжительного экономического роста на фоне значительных незанятых ресурсов труда и капитала, свидетелями которого мы стали в 2000-е годы, вряд ли повторится в будущем. Демографические проблемы, продолжающееся устаревание производственных мощностей, высоковолатильные реальные процентные ставки в российской финансовой системе — все это будет приводить к тому, что темпы потенциального экономического роста снизятся, длина экономического цикла в России значительно сократится, а периоды перегрева и рецессий будут сменять друг друга гораздо быстрее. Если Россия пойдет по пути США 70-х (а в настоящее время все как раз и указывает на это), то уже в 2012 году инфляция вновь станет устойчиво двузначной. Попытка сохранить макроэкономическую стабильность может столкнуть Россию в очередную рецессию в 2013–2014 годах. Сохранение же мягкой монетарной политики также не станет решением проблемы и только усугубит ситуацию: экономика войдет в полосу продолжительной стагфляции.

Постепенно все большому числу людей становится понятно, что решение инфляционной проблемы является необходимостью, которая позволит создать условия для устойчивого долгосрочного экономического роста в России. Опыт других стран демонстрирует, что решение этой проблемы не является безболезненным, однако в дальнейшем выгода многократно превышает среднесрочные потери. В России постоянно поднимается вопрос недоступности долгосрочных кредитных ресурсов по низким ставкам для реального сектора экономики. Однако следует понимать, что низкие долгосрочные процентные ставки — следствие низких долгосрочных инфляционных ожиданий, которые можно сформировать только вслед за продолжительным периодом низкой инфляции и значительного уровня доверия экономических агентов к действиям монетарных властей. Попытка же достичь низких долгосрочных процентных ставок через занижение краткосрочных чревато вполне очевидными проблемами в виде перегрева экономики, частых рецессий и более низких темпов долгосрочного экономического роста.



Источник: Bloomberg

Рисунок 4
США 70-х — прообраз для России 10-х? (инфляция без учета цен на продовольствие и бензин, % годовых)

НИЗКИЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ — СЛЕДСТВИЕ НИЗКИХ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ, КОТОРЫЕ МОЖНО СФОРМИРОВАТЬ ТОЛЬКО ВСЛЕД ЗА ПРОДОЛЖИТЕЛЬНЫМ ПЕРИОДОМ НИЗКОЙ ИНФЛЯЦИИ И ЗНАЧИТЕЛЬНОГО УРОВНЯ ДОВЕРИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ АГЕНТОВ К ДЕЙСТВИЯМ МОНЕТАРНЫХ ВЛАСТЕЙ