Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
старший экономист, Sberbank CIB

Может ли снижение процентных ставок стимулировать экономическую активность

Экономический рост в этом году замедлился. Теоретически снижение процентных ставок Банком России может произвести стимулирующий эффект. Похоже, что бум потребительского кредитования начинает выдыхаться и интерес банков к среднему и малому бизнесу может возродиться. Однако летом этого года возросло давление на валютном рынке. Обменный курс рубля не находится в равновесии, о чем свидетельствуют интервенции Банка России. В этих условиях стимулировать экономику мерами денежной политики неэффективно. Приоритетом для властей должна стать стабилизация валютного рынка.

По итогам первого полугодия рост ВВП составил всего 1.4%. Многие экономисты и журналисты заговорили об угрозе стагнации, Минэкономразвития понизило прогноз роста ВВП в этом году до 1.8%. Можно поспорить с данными оценками. Действительно, не самые удачные результаты первого полугодия были обусловлены высокой базой сравнения в прошлом году. Однако ситуация изменилась во втором полугодии, и эффект базы уже начал «подгонять» рост. Например, в июле этого года рост в строительстве составил 6.1% г/г, в сельском хозяйстве 5.8%. Годовая инфляция снизилась до 6.5% к началу августа, что подстегнуло рост доходов населения и оборот розничной торговли, который вырос на 4.3% в июле по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. В целом экономика покажет во втором полугодии 2013 года лучшие результаты, чем в первом полугодии, и рост ВВП по итогам года может достигнуть 2.5%. Однако этот результат нельзя считать удовлетворительным хотя бы потому, что темпы роста экономики России будут ниже темпов роста мирового ВВП (3.3% в 2013 году, по оценкам МВФ). Следует признать, что страна хотя и не стагнирует, но опасно близка к этому.

Естественно, подобная ситуация не может удовлетворить правительство. Теоретически традиционные механизмы оживления экономики включают в себя фискальное стимулирование (эвфемизм, который в наших условиях означает практически исключительно рост государственных расходов), смягчение денежной политики (с возможным ослаблением

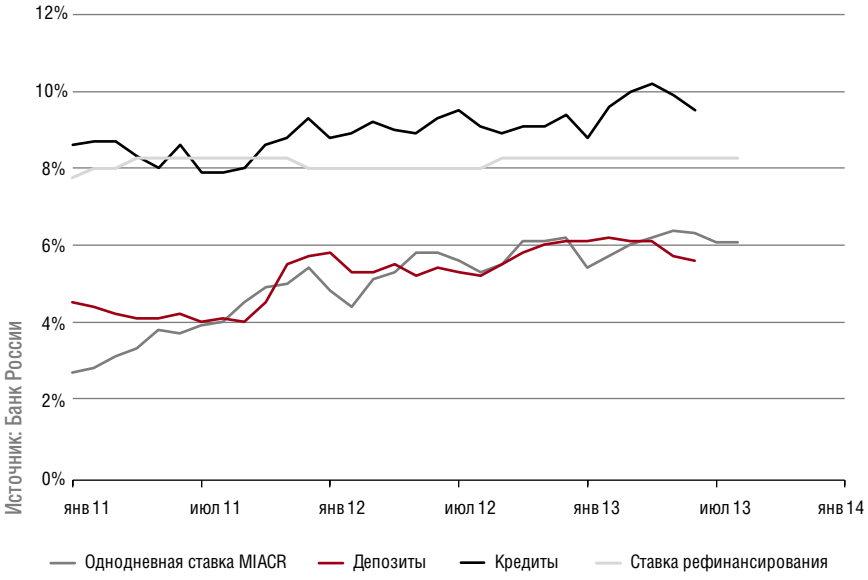


Рисунок 1
Номинальные процентные ставки

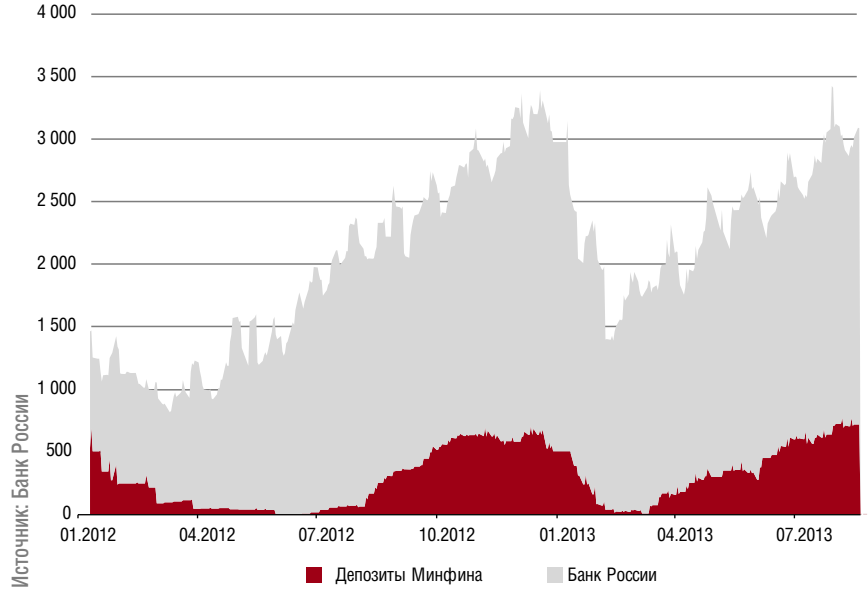
рубля), а также меры по улучшению инвестиционного климата в стране. Однако на практике возможностей не так уж и много. Правительство совершенно справедливо опасается повышать расходы, поскольку это может негативно сказаться на макроэкономической стабильности. А в долгосрочной перспективе без макроэкономической стабильности рост экономики невозможен, о чем убедительно свидетельствует собственный российский опыт 1998 года, многочисленные примеры развивающихся рынков, проблемы ряда европейских стран (Греции в первую очередь). Разговоры об улучшении инвестиционного климата давно уже приобрели ритуальный характер, и быстрого эффекта в этой сфере ожидать не стоит. В итоге монетарная политика остается чуть ли не единственным инструментом стимуляции экономики. Возникает вопрос, а насколько эффективен данный инструмент?

На первый взгляд назрела необходимость снижения процентных ставок со стороны Банка России. В теории это может привести к уменьшению процентных ставок по кредитам и стимулировать экономическую активность, в том числе в малом и среднем бизнесе. Однако в реальности ситуация выглядит довольно неоднозначно. Начнем с того, что политика «количественного смягчения» уже проводится денежными властями. И Банк России, и Минфин в этом году достаточно щедро снабжают ликвидностью банковскую систему, но это пока не привело к заметному оживлению в экономике.

В некоторой степени это связано с нестабильностью на валютном рынке. Действительно, весной-летом этого года волатильность на валютном рынке возросла. За последние полгода рубль потерял против доллара около 8%. Однако под давлением оказались и другие валюты развивающихся стран. Например, бразильский реал потерял за этот же период 21%, индийская рупия — 18%, южноафриканский ранд — 15%, индонезийская рупия и турецкая лира — по 12%. В том, что российский рубль подешевел не так уж сильно, есть заслуга Банка России, который летом начал продавать иностранную валюту для поддержки рубля. Причем ЦБР по-прежнему ежедневно тратит на валютном рынке около $200 млн (а иногда и больше). Это свидетельствует о том, что обменный курс рубля все еще далек от равновесия и сохраняется потенциал дальнейшего ослабления.

Отметим, что продажа иностранной валюты означает изъятие рублевой ликвидности с денежного рынка. В нормальных условиях рублевые процентные ставки должны были бы вырасти, что сделало бы спекуляции с иностранной валютой менее привлекательными и стабилизировало обменный курс. Но российские денежные власти продолжают, по сути, подливать масла в огонь, снабжая экономику относительно дешевой рублевой ликвидностью, которая (по крайней мере, частично) опять направляется на валютный рынок. Идеологически нынешняя ситуация напоминает 2008 год, хотя масштабы игры

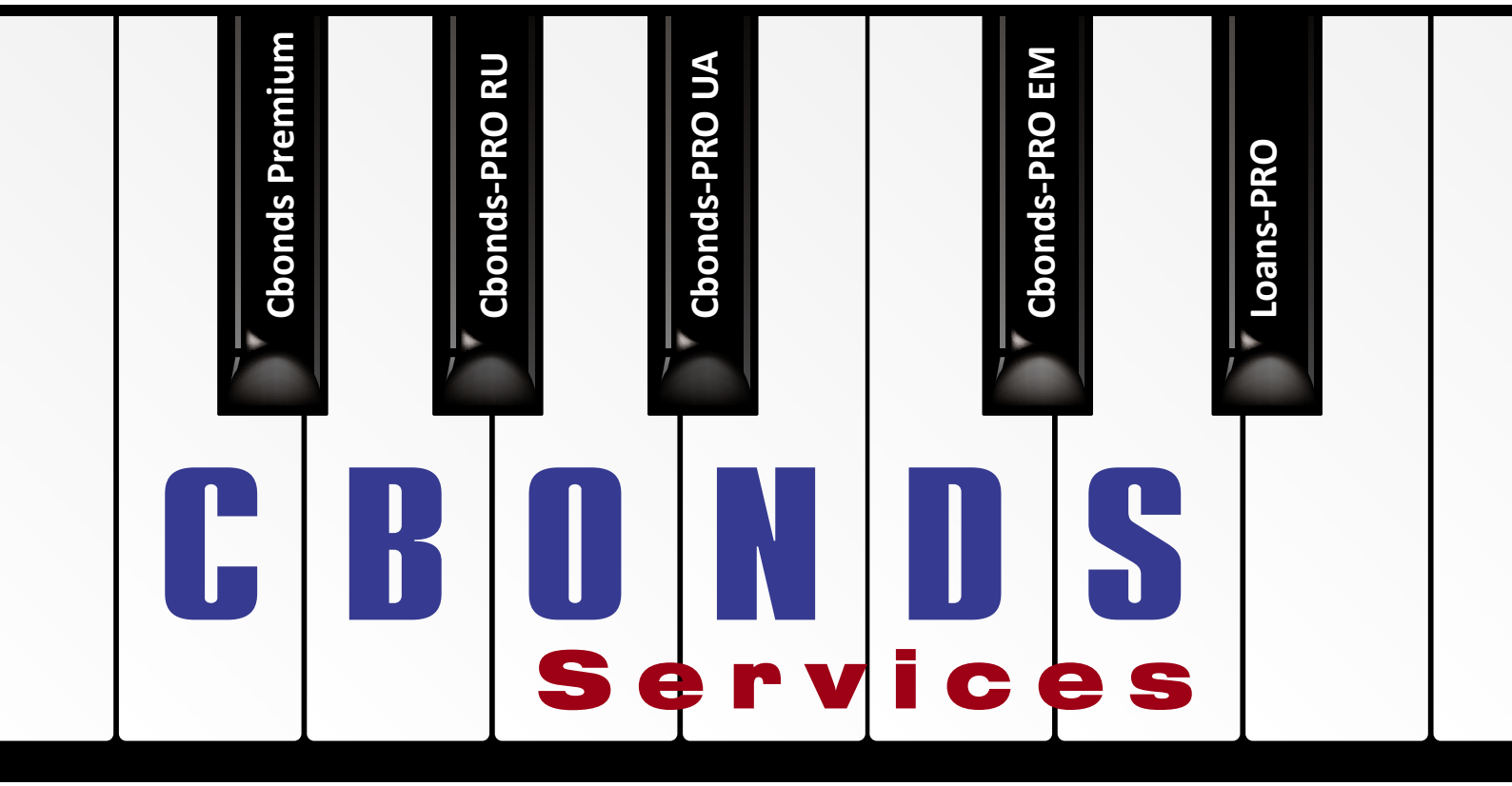
Рисунок 2
Рефинансирование банков со стороны ЦБ и Минфина, млрд руб.



против рубля гораздо меньше. Тем не менее потери золотовалютных резервов уже ощутимы: если в начале года резервы составляли $537.6 млрд, то в середине августа они были на уровне $507.7 млрд.

К сожалению, цели политики денежных властей выглядят сейчас крайне неоднозначно. С одной стороны, если Банк России хочет помочь экономике, предоставляя дешевую ликвидность, тогда надо отказаться от интервенций на валютном рынке, поскольку эти операции приводят к изъятию рублей. С другой стороны, если целью является стабилизация валютного рынка, тогда надо повышать процентные ставки на денежном рынке. Опыт 2008 года показывает, что одновременно решить эти задачи невозможно. Однако приемы, использовавшиеся в 2009 году при выходе из кризиса, вполне применимы и в нынешних условиях.

Напомним, что в начале 2009 года Банк России прекратил поддержку рубля на валютном рынке. В сочетании с временным ужесточением денежно-кредитной политики это позволило рублю очень быстро найти новые равновесные уровни и стабилизироваться. На следующем этапе денежные власти плавно расширили операции рефинансирования, что сопровождалось ростом кредитования экономики. Хотя нынешняя ситуация выглядит не столь драматично, как пять лет назад, некоторые аналогии все же возникают. Видимо, тот же алгоритм может быть использован и в ближайшем будущем. Это означает, что Банк России должен прекратить валютные интервенции и ограничить рефинансирование банковской системы. Краткосрочный эффект может быть не очень приятным: ослабление рубля и рост процентных ставок на денежном рынке. Однако после стабилизации ситуации на валютном рынке денежная политика может превратиться в эффективный инструмент поддержки экономики. Но стимулировать экономику через снижение процентных ставок или «количественное смягчение» имеет смысл только после того, как валютный рынок успокоится. ©



В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, Emerging Markets и Европы

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info

на правах рекламы