Антон ТАБАХ,
главный экономист,
«Эксперт РА»

Анастасия ПОДРУГИНА,
приглашенный эксперт,
«Эксперт РА»

Жизнь при низких процентных ставках: новые риски

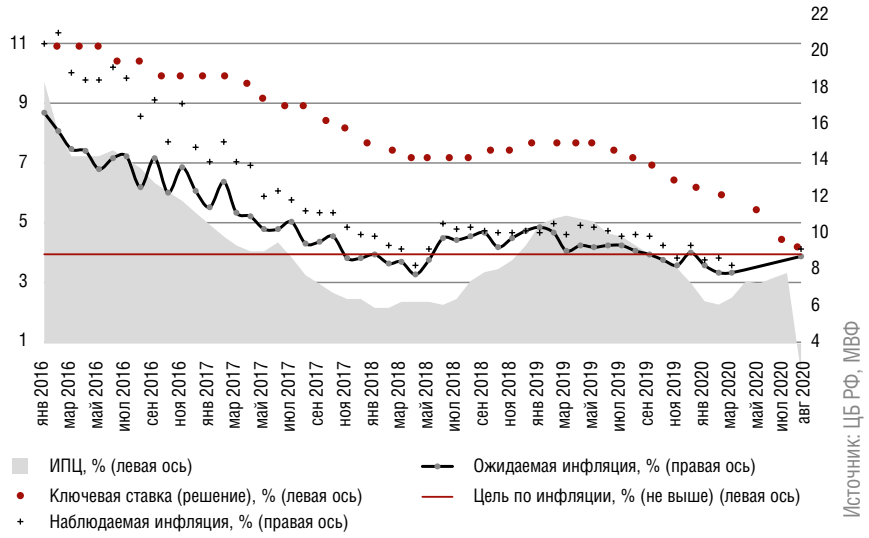
Снижение ставок уже обогатило многих инвесторов и облегчило жизнь компаниям. Однако после того, как будут рефинансированы дорогие кредиты и установится новое равновесие в полной мере, проявятся новые сложности и риски жизни при устойчиво низкой инфляции — и к ним надо быть готовыми.

Начиная с 2013 года Россия жила в период высоких номинальных, а с 2014 года и реальных процентных ставок. После снижения инфляции до исторических рекордов весной 2017 года разрыв между номинальной и реальной процентной ставкой был существенно выше, однако Банк России продолжал держать ставку на высоком уровне и даже повысил ее в ожидании временного всплеска инфляции, связанного с повышением НДС на 2 процентных пункта в 2019 году. Процентная ставка сохранялась выше нейтральной ключевой ставки при инфляции ниже целевого уровня практически все время, за исключением первого полугодия 2019 года.

Экономический кризис, вызванный пандемией COVID-19 и ограничительными мерами в экономике, заставил Банк России изменить свой подход. В марте ставка была сохранена на действовавшем уровне — несмотря на волатильность на валютном рынке и страхи по поводу всплеска инфляции, а до июля включительно ставки были снижены до 4.25% годовых. Кроме того, на июльском заседании была пересмотрена оценка нейтральной ставки с 2–3% до 1–2%. Нейтральная ставка — такой уровень реальной ключевой ставки, при которой инфляция достигает целевого уровня (таргета), а денежно-кредитная политика не является ни стимулирующей, ни сдерживающей. Таким образом, новая оценка предполагает нейтральную ключевую ставку на уровне 5–6% годовых (вместо 6–7% до пересмотра) при инфляционном таргете 4%. Ключевая ставка находится ниже нейтрального диапазона даже с учетом его снижения, что в моменте обеспечивает стимулирующую денежно-кредитную политику.

Изменение нейтрального диапазона процентных ставок связано в первую очередь со снижением мирового уровня процентных ставок: по всему миру центральные банки снижают ключевые ставки, чтобы противостоять экономическому спаду. Во многих развитых странах бан-

КАЧЕСТВО КРЕДИТНОГО И ОБЛИГАЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ, КОМФОРТНОСТЬ ОБСЛУЖИВАНИЯ БУДУТ ВОПРОСОМ ВЫЖИВАНИЯ КОМПАНИЙ, ОСОБЕННО ЗА ПРЕДЕЛАМИ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА



Источник: ЦБ РФ, МВФ

Рисунок 1
Уровень ключевой ставки на фоне ожидаемой и наблюдаемой инфляции

ковские бенчмарки в реальном выражении перешли в отрицательную зону. В России с учетом текущего уровня инфляции реальная банковская ставка установилась в районе 1%, что рекордно низко для России, однако по сравнению с развитыми странами эта ставка относительно высока.

УГРОЗЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКЕ

Одна из главных опасностей смягчающей монетарной политики с низким уровнем процентных ставок — ловушка ликвидности, то есть неспособность Центрального банка проводить эффективную монетарную политику из-за исчерпания традиционных и нетрадиционных стимулирующих инструментов. В большинстве случаев ловушка ликвидности возникает из-за достижения нулевой границы процентных ставок — эта опасность для России невелика, на данный момент номинальная процентная ставка находится достаточно далеко от границы.

Однако известны примеры, когда Центральный банк оказывается неспособным контролировать инфляцию, несмотря на высокий уровень процентных ставок, — такая ситуация сохраняется в Бразилии, принимаемые монетарные меры не оказывают практически никакого воздействия на уровень инфляции. Одним из факторов обеспечения «неконтролируемой» инфляции в Бразилии стали завышенные инфляционные ожидания экономических агентов.

В российской экономике инфляционные ожидания агентов и наблюдаемая инфляция также далеки от официального уровня инфляции. Например, в июле 2020 года доля ожидающих более высокой инфляции в годовой перспективе составляет 44%. Это говорит о незаякоренности инфляционных ожиданий и некоторой степени недоверия потребителей в адрес Центрального банка. Повышенный уровень неопределенности, связанный с пандемией и сопутствующим экономическим кризисом, а также продолжительное снижение реальных доходов населения дополнительно поспособствуют закреплению инфляционных ожиданий на высоком уровне.

БЕЗ ПРАВА НА ОШИБКУ

Низкая инфляция, как показывает нам мировой опыт, оказывает существенное влияние на бизнес-модели корпораций и банков. При сжатии ставок в экономике у банков сжимается не только стоимость фондирования — в том числе ставки по депозитам у банков, — но и маржа

Таблица 1
Реальные процентные ставки с учетом уровня инфляции

	Ключевая ставка, % (июнь 2020)	Уровень инфляции, % (июнь 2020)	Реальная ставка, %
ЕС	0.00	0.70	–0.70
Польша	0.01	3.10	–3.09
Великобритания	0.10	0.60	–0.50
Австралия	0.25	–0.30	0.55
Новая Зеландия	0.25	1.50	–1.25
Канада	0.25	0.70	–0.45
Чили	0.50	2.60	–2.10
Норвегия	0.00	1.40	–1.40
США	0.13	0.60	–0.48
Китай	3.85	2.50	1.35
Индия	4.00	6.09	–2.09
ЮАР	3.75	2.20	1.55
Россия	4.25	3.20	1.05
Бразилия	2.00	2.13	–0.13
Казахстан	9.00	7.10	1.90
Мексика	5.00	3.33	1.67
Турция	8.25	12.62	–4.37

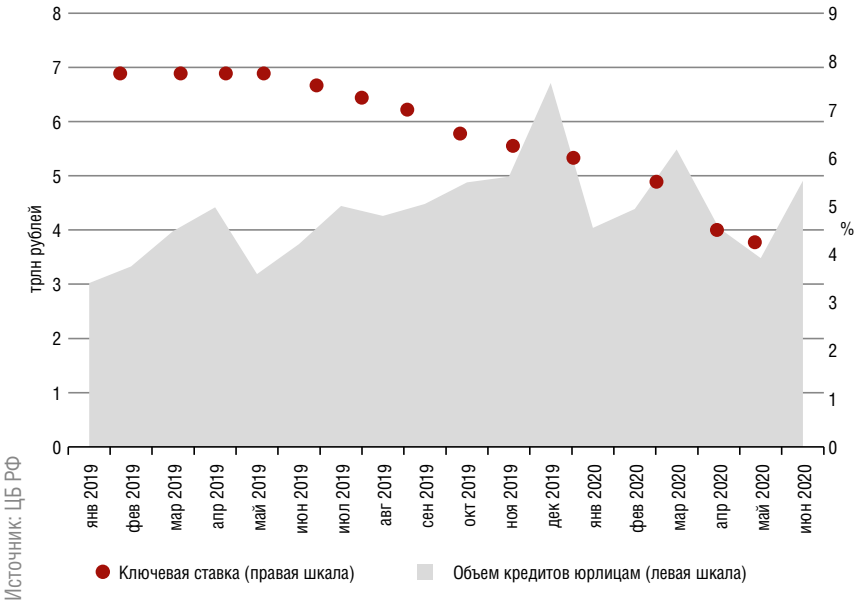


Рисунок 2
Объем кредитов, предоставленных юридическим лицам, на фоне снижения ключевой ставки

ВЕРОЯТНО, НА РЫНКЕ СФОРМИРУЕТСЯ СИЛЬНЫЙ РАЗРЫВ В СТАВКАХ ДЛЯ ЗАЕМЩИКОВ С ВЫСОКИМ КРЕДИТНЫМ КАЧЕСТВОМ И ЗАЕМЩИКОВ С БОЛЕЕ ВЫСОКИМ КРЕДИТНЫМ РИСКОМ

по ипотечным, потребительским и корпоративным кредитам. Удлинение кредитования также несет в себе дополнительные риски. В этих условиях у финансовых институтов все меньше права на ошибку, а снижение издержек и управление рисками становятся ключевым конкурентным фактором — высокие ставки и инфляционный рост доходов граждан и компаний не спишут все «косяки».

Аналогичная ситуация и в корпоративном секторе — высокая кредитная нагрузка не будет снижаться естественным путем за счет инфляции, более того, давление может усиливаться, приводя к банкротствам. Некоторые корпоративные крахи 2018–2019 годов были вызваны невозможностью компенсировать потери за счет роста цен на продукты и услуги при ограничении рефинансирования из-за снизившегося кредитного качества. Низкоинфляционная экономика более безжалостна к компаниям, не справившимся с управлением рисками, — поэтому качество кредитного и облигационного портфеля, комфортность обслуживания будут вопросом выживания компаний, особенно за пределами первого эшелона.

ДИВЕРГЕНЦИЯ РЕГИОНОВ И ОТРАСЛЕЙ

Внутри России потребительская инфляция достаточно сильно различается по регионам, в основном из-за динамики тарифов и цен на услуги. При этом опасения вызывают не регионы с высокой относительно среднего российского уровня инфляцией, а регионы с низкими темпами роста цен. Дело в том, что показатель ИПЦ, который традиционно используется для расчета инфляции, по совокупности факторов завышает оценку инфляции, поэтому регион с низкой положительной инфляцией согласно ИПЦ может на самом деле жить в условиях дефляции со всеми сопутствующими негативными последствиями.

Аналогично уровень цен разнится и по отраслям, однако здесь отличия гораздо более заметны: часть отраслей живет в условиях дефляции. В частности, индекс цен производителей химических веществ и химических продуктов составил 90.3 (июль 2020 года к июлю 2019-го). Дефляция цен производителей в отрасли добычи полезных ископаемых за первое полугодие 2020 года составила более 20% в первую очередь за счет падения нефтяных цен, однако падение цен — пусть и в меньшей степени — наблюдалось и в прошлом году.

КРЕДИТНОЕ СЖАТИЕ И СНИЖЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

Кредитная активность в российской экономике снижается, несмотря на снижение процентных ставок. Такая фаза кредитного цикла называется фазой кредитного сжатия. Изменение кредитной активности происходит неравномерно по регионам — и восстановление после пандемии может занять длительное время, даже с учетом развернутых мер государственной поддержки.

Кредитное сжатие влечет за собой ряд негативных последствий, в первую очередь последующее снижение инвестиционной активности. Доступ российского бизнеса к иностранному фондированию ограничен в условиях санкций, отток капитала на фоне общего высокого уровня неопределенности в мире и волатильности рубля также негативно влияет на инвестиционную активность.

Несмотря на снижение общего уровня процентных ставок в экономике, ставки по займам и доходности облигаций остаются достаточно высокими. Кроме того, вероятно, что на рынке сформируется сильный разрыв в ставках для заемщиков с высоким кредитным качеством, входящих в ломбардные списки, и заемщиков с более высоким кредитным риском. От последних рынок потребует значительную премию за риск, что как минимум негативно повлияет на их инвестиционную активность, а в некоторых ситуациях приведет к невозможности рефинансирования задолженности.