

05.08.2019

Рубрика: Экономика

## Цена дешевых денег

Текст: Евсей Гурвич (руководитель Экономической экспертной группы, член Общественного совета при Минфине России)

Российская газета - Федеральный выпуск № 171(7929)

1

**Значимость решений центральных банков России и США снизить ключевые ставки оказалась явно преувеличенной. Да, это важные для экономики России внутренние и внешние факторы, но самым пристальным образом следить нужно не за процентными ставками, а за инвестициями в основной капитал и производством.**

Центральные банки России и США снизили ставки на 0,25 п.п. практически одновременно, причем в США это произошло впервые за последние 10 лет. В обоих случаях инвесторы не сомневались, что такие решения будут приняты, и интрига состояла только в шаге снижения (25 или 50 базисных пунктов) и интерпретации сигналов относительно дальнейших перспектив денежно-кредитной политики. Они говорят о том, что оба центральных банка до конца года снизят ставки еще раз.

На этом сходство оканчивается, и начинаются различия. Остается неясным, было ли столь ожидаемое решение ФРС действительно необходимо: темпы роста американской экономики остаются достаточно высокими, по последним прогнозам международных инвестиционных банков, ВВП страны вырастет в этом году примерно на 2,5%, это один из самых высоких показателей среди развитых стран. В такой ситуации на первый взгляд острой необходимости в снижении ставки не было. Можно предположить две причины, по которым это все-таки было сделано.

Официальная версия - ФРС необходимо было скомпенсировать вероятное в ближайшем будущем замедление мировой экономики и разрастание торговых конфликтов (прежде всего США с Китаем). В этом случае снижение ставки можно рассматривать как упреждающий удар, защищающий рост экономики от этих рисков. Вполне возможно, что не менее важная причина - опасения обрушить рынок, не оправдав его ожиданий. Свою роль сыграл президент Дональд Трамп, который настойчиво повторял, что надо ставку не просто снизить, но снизить радикально - на 0,5 п.п. Я, скорее, согласен с ФРС, чем с Трампом: форсировать снижение нет необходимости, более того, у ФРС сузилось бы пространство для маневра на случай существенного замедления мировой экономики (а такой сценарий вполне возможен). Кроме того, давление Трампа на ФРС принципиально опасно, оно ставит центральный банк перед плохим выбором - принимать решения, которые он считает не совсем правильными, чтобы потом нести за них ответственность, либо разочаровывать рынок и подрывать доверие к президенту.

В принципе любой центральный банк должен быть максимально независим в своих действиях и формировании ожиданий по поводу денежно-кредитной политики. В России, на мой взгляд, с этим все обстоит достаточно хорошо: ЦБ РФ, судя по всему, по-настоящему независим, действует исходя из своего мандата, хотя и учитывает все звучащие точки зрения.

Оправданность снижения процентной ставки Банком России как раз не вызывает сомнений, для этого имеется сочетание обоих необходимых условий - во-первых, инфляция

снижается, она уже приблизилась к целевым 4%. С другой стороны, рост экономики остается не слишком высоким, в первом полугодии он составил, по оценке минэкономразвития, 0,7%. Хотя во втором полугодии можно рассчитывать на некоторое ускорение, большинство прогнозов, включая официальный, говорят о результате в границах между 1% и 1,5%. Однако нет уверенности в том, что снижение ключевой ставки, пусть даже до 7% к концу года, существенно ускорит рост экономики.

Процентные ставки могут влиять на спрос за счет роста кредитования домашних хозяйств и компаний. Но в первом случае Россия уже близка к пределу, за которым возникает избыточная закредитованность, а значит, важнее переходить к повышению качества кредитов, чем продолжать наращивать их объемы. Если же говорить об инвестициях, то у большинства крупных компаний имеется достаточный запас ликвидности, и наблюдаемая инвестиционная пауза объясняется не недостатком ресурсов (об этом часто говорят со ссылкой на дорогой кредит), а оценкой неопределенности перспектив экономики и рисков инвестирования.

Так что ключевые ограничения, скорее, на стороне предложения: безработица на минимальном уровне, то есть запаса свободных рук почти нет, в большинстве отраслей нет незагруженных мощностей, способных выпускать конкурентоспособную продукцию. Таким образом, основная проблема - не расширение спроса, а активизация инвестиционного процесса и повышение производительности труда. В таких условиях снижение ставок может дать разве что очень скромный эффект, а экономике нужны гораздо более сильные меры вроде реализации заявленных инфраструктурных проектов, радикального сокращения обязательных требований в рамках регуляторной гильотины и так далее.

Чуть более значительным снижением ключевой ставки окажется для обменного курса и потоков капитала.

В общем случае снижение ставки ведет к ослаблению национальной валюты, но мы видим, что курс рубля отреагировал достаточно слабо. Отчасти это объясняется тем, что решение ЦБ РФ было ожидаемо и потому заранее учтено рынком, а отчасти тем, что для рубля гораздо большее значение имеют цена на нефть и санкции. Похожая ситуация с курсом доллара, который, несмотря на снижение ставки, укрепился. Объясняется это тем, что часть инвесторов ожидали снижения не на 0,25 п.п., а на 0,5 п.п.

При прочих равных сократится приток капитала в российскую экономику, но это касается в основном "горячего" капитала, который не так важен для развития, как прямые иностранные инвестиции, а они определяются другими факторами - инвестиционным климатом и теми же санкциями. Так что для ускорения экономического роста еще многое предстоит сделать.