

Денис ДОМАЩЕНКО

ОБЕСПЕЧЕНИЕ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЦЕНТНОЙ ПОЛИТИКИ

Проблема завышенных процентных ставок ограничивает возможности для устойчивого экономического роста в Российской Федерации и ее субъектах. Однако ее решение не может быть сведено к единовременному снижению уровня ключевой процентной ставки Банка России до значений, характерных для ведущих развитых стран. В статье исследуется процентная политика Банка России с точки зрения достижения баланса интересов финансового и нефинансового секторов экономики. Предлагаются принципы процентной политики, направленные на достижение соответствующего баланса через сближение значения ключевой процентной ставки и средневзвешенного уровня рентабельности активов предприятий.

Ключевые слова: банковская система, инфляционное таргетирование, кредиты, процентная политика, финансовая стабильность

Целью денежно-кредитных регуляторов в любой экономике должно быть достижение разумного баланса интересов между финансовым и нефинансовым секторами экономики в процессе перераспределения национального дохода. Этот баланс должен обеспечиваться как в целом по стране, так и в региональном аспекте. Очевидно, что политика, проводимая Банком России, должна быть важнейшим фактором развития экономики субъектов РФ.

В периоды роста экономики и доходов ее субъектов возрастают инфляционные риски, связанные с опережающим ростом спроса над возможностями производства товаров и услуг. Как правило, кредитная экспансия в данный период еще больше увеличивает рыночный спрос, что вынуждает реагировать денежные власти на данные обстоятельства. Естественной мерой противодействия неадекватному кредитованию и быстрому росту денежной массы становится повышение официальных процентных ставок. Денежный рынок следует за денежно-кредитным регулятором и синхронизирует свои ставки вместе с решениями Центрального банка.

Высокие процентные ставки не допускают перегрева в условиях, когда инфляция является естественным отражением колебаний платежеспособного спроса, и практика ее таргетирования при помощи процентных ставок, как правило, успешна. Если же определяющими инфляционными факторами являются структурные диспропорции в экономике, психология потребителей, негативные ожидания, экспортно-импортные шоки, то инфляционное таргетирование посредством денежного сжатия и высоких процентных ставок обречено на неудачу.

***Замораживание ключевой процентной ставки — не лучший вариант
для развития***

В очередном пресс-релизе, выпущенном Банком России (далее — ЦБ) по итогам заседания Совета директоров от 29 января 2016 г., сопровождающим решение о неизменности ключевой процентной ставки на уровне 11%, был отмечен рост рисков ценовой стабильности, связанный с ухудшением конъюнктуры на рынке нефти и валютном рынке. В результате эти факторы снова стали определяющими при принятии решения по процентной политике. При этом ЦБ отмечает, что «при принятии решения по ключевой ставке учитывалась ситуация в экономике, где возросли риски продолжения экономического спада из-за снижения нефтяных цен. Также принимались во внимание факторы высокой долговой нагрузки российских компаний и учитывались процентные риски для банков и их заемщиков»¹. Возникает вопрос, какой уровень спада в экономике и кредитно-денежного сжатия должен произойти в России, чтобы Банк России при принятии решения по ключевой ставке действительно обратил внимание на эти факторы?

Почему же выбор процентной политики с ориентиром на уровень потребительских цен в России не меняется вместе с очевидным провалом политики инфляционного таргетирования? Официальная версия исходит из следующих соображений.

Первое. Переход к инфляционному таргетированию позволил освободить валютный курс российского рубля, а значит, нейтрализовал риск внезапной растраты международных резервов страны за счет обязательных валютных интервенций, связанных с его поддержкой.

Второе. Выравнивание экономических дисбалансов с помощью рыночных корректировок валютного курса позволяет адаптироваться хозяйствующим субъектам к новой реальности, не задействуя при этом ресурсы государства.

Третье. Центральный банк предполагает снижать ключевую ставку по мере снижения инфляционных ожиданий.

Четвертое. Отрицательные реальные процентные ставки не стимулируют формирование сбережений в национальной валюте, создавая условия для разрыва сбережений и инвестиций.

По рассматриваемым позициям отмечается противопоставление валютного режима управляемого плавления, действовавшего до ноября 2014 г., инфляционному таргетированию, при реализации которого *валютный рынок стал самостоятельно определять равновесный валютный курс* без вмешательства Банка России.

Международные спекулянты (инвесторы) предъявляют спрос на рубль, если получают соответствующее вознаграждение за свой инвестиционный риск. Это вознаграждение формируется в первую очередь величиной доходности по долговым обязательствам, номинированным в российской валюте. В итоге основными ориентирами для валютного курса рубля в течение последнего года стали уровень цен на нефть и привлекательность вложений в долговые обязательства, выраженные в рублях.

¹ Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 11,0% годовых. Пресс-релиз ЦБ РФ от 29.01.2016 / URL: http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=29012016_133000keyrate2016-01-29T13_01_16.htm.

Динамика российской валюты все больше синхронизируется с динамикой нефтяных цен, т.к. корреляция между этими инструментами значительно возросла. В условиях стабилизации и некоторого восстановления нефтяных цен активизируется спекулятивный иностранный капитал, и средства иностранных инвесторов вкладываются в российские облигации под высокую доходность, тем самым обеспечивая существенную прибыль от спекуляций с рублевыми инструментами для западных финансовых фондов и банков.

В итоге формируется самонастраиваемая система, при которой балансировка федерального бюджета достигается при свободном плавании рубля, параллельно обеспечивая спекулятивные арбитражные возможности участникам финансового рынка.

Можно поддерживать ученых Е. Горюнова, С. Дробышевского, П. Трунина в том, что «ЦБ РФ должен сохранить приверженность политике перехода к таргетированию инфляции, в результате инфляция в России за три года может снизиться с 13–15% в 2015 г. до 4–5% в 2017 г. Ее будет дополнительно сдерживать прогнозируемый спад экономической активности»². Но при этом задачи развития реального сектора экономики за счет стимулирования доступного кредита остаются на втором плане.

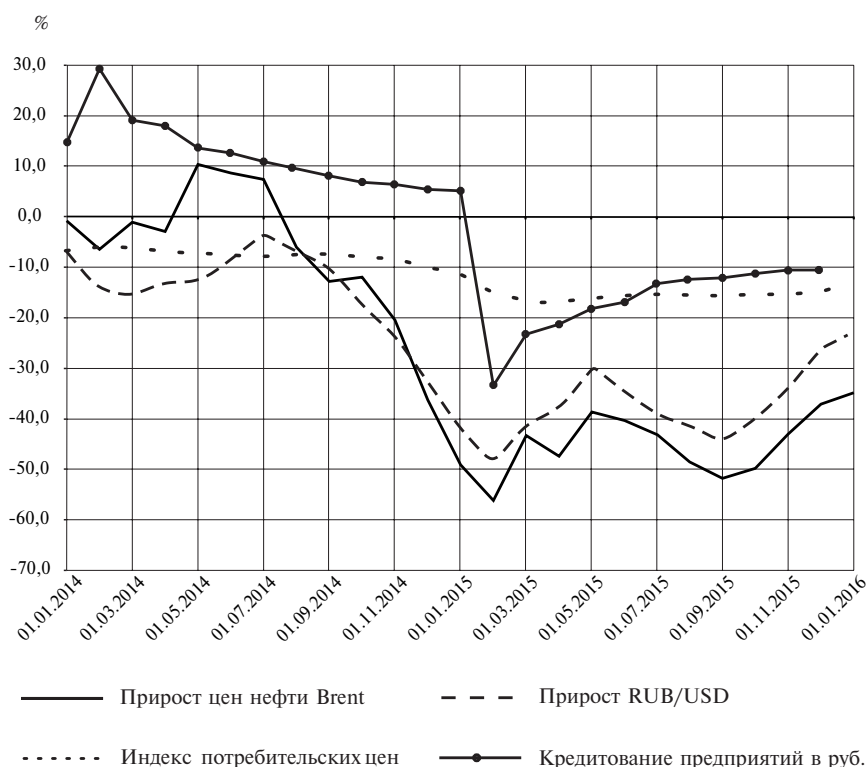


Рис. 1. Динамика некоторых показателей денежно-кредитной и финансовой системы РФ

² Горюнов Е., Дробышевский С., Трунин П. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 79.

На *рисунке 1* отображена синхронизация динамики валютного курса рубля, цен на нефть и кредитной активности банковского сектора. Можно отметить существенный провал корпоративного кредитования со стороны банковского сектора. Объемы кредитования весь 2015 г., по сравнению с аналогичным периодом годом ранее, были меньше. Это означает сжатие кредитной активности в реальном секторе экономики, сворачивание инвестиционных проектов, ограничение темпов экономического роста. И тем не менее, шок процентной ставки и кредитный делеверидж не способствуют замедлению инфляции.

Вместе с тем объем накопленной кредитной задолженности в российской валюте перед банковской системой увеличился. В течение 2015 г. этот показатель вырос на 4%, в первую очередь благодаря начислениям процентов по более высоким процентным ставкам.

Повышение процентных ставок является эффективной антиинфляционной мерой только в фазе экономического роста в условиях избыточной кредитной активности. Однако в настоящее время экономическая ситуация требует иного решения.

На *рисунке 2* установлена обратная связь между годовыми темпами прироста банковского кредитования в российской валюте и индексом потребительских цен. Коэффициент достоверности аппроксимации полиномиального тренда четвертой степени составляет 0,831, что говорит о высоком уровне взаимосвязи данных показателей.

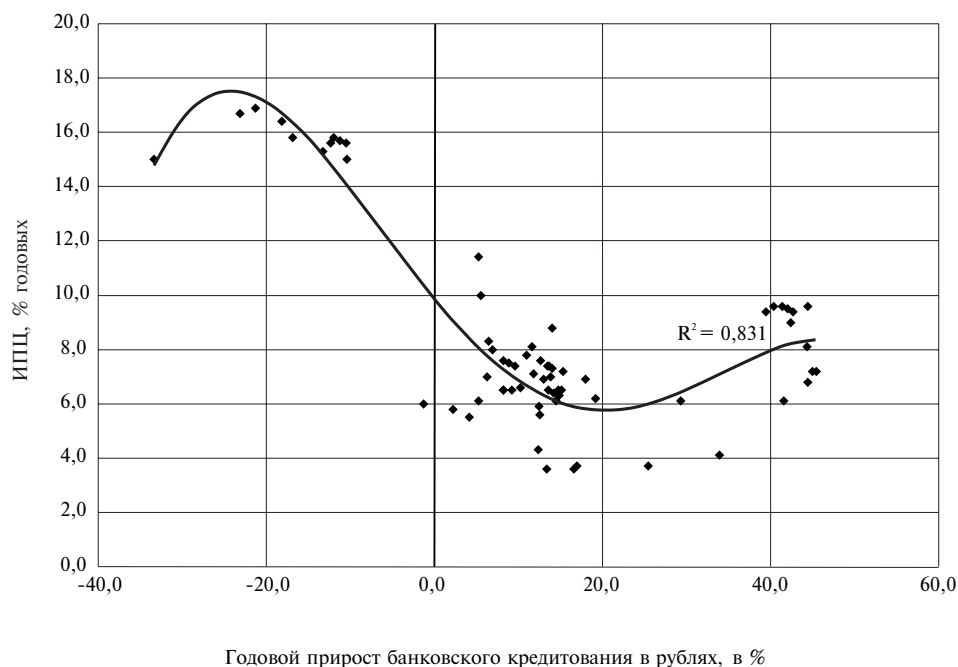


Рис. 2. Взаимосвязь темпов прироста банковского кредитования предприятий в рублях и индекса потребительских цен (ИПЦ) с 2010 по 2015 г.

Сжатие банковского кредитования в 2015 г. никак не поддержало снижение индекса потребительских цен. Наоборот, прочие факторы, влияющие на ИПЦ, сформировали его взрывной рост. А именно, динамика валютного курса, монополизация рынка, негативные ожидания, контрсанкции по отдельным видам потребительских товаров и т.п.

Факторы неинфляционного снижения процентных ставок

После введения режима инфляционного таргетирования и свободно плавающего курса рубля сформированная система должна была привести к бюджетному равновесию. Однако практика показала, что при одновременном ограничении денежной базы и высоких процентных ставках в условиях экономического спада на фоне значительного объема накопившейся задолженности перед российскими банками адекватной бюджетным запросам девальвации рубля не происходит.

Так, при цене барреля нефти 30 долл./барр. и валютном курсе рубля к американскому доллару в 80 руб. переоцененность российской валюты достигает 25%. Валютному рынку при текущих процентных ставках и ограничениях доступа к ликвидности очень трудно девальвировать рубль в соответствии с бюджетными расчетами.

На рисунке 3 схематично представлены противоречия существующей модели денежно-кредитного регулирования, приводящие к нарастанию рисков финансовой стабильности банковской системы.

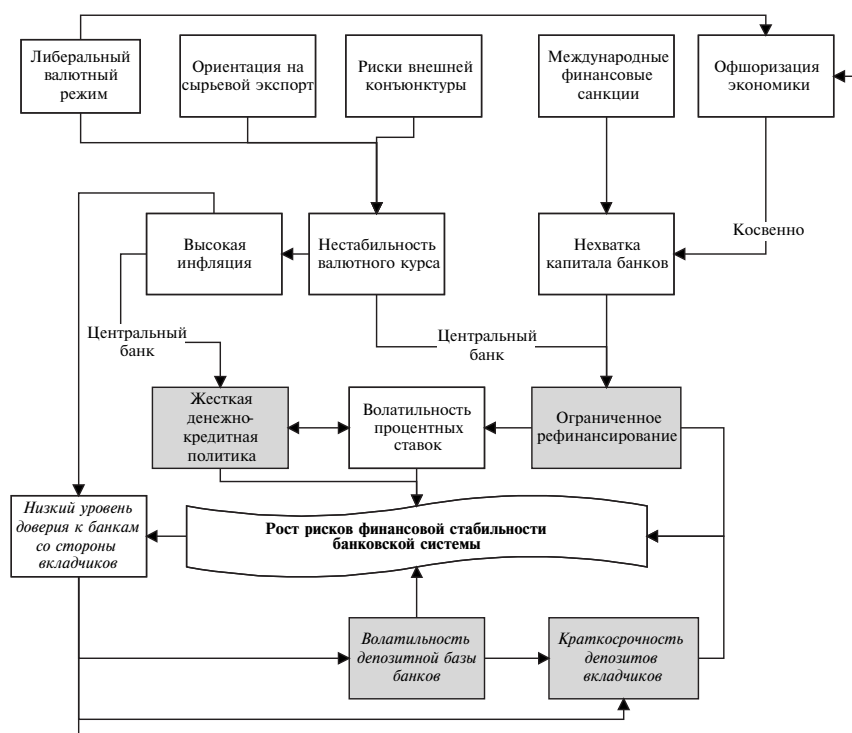


Рис. 3. Провоцирование финансовой нестабильности мерами жесткой денежно-кредитной политики в России

Либеральный валютный режим, ориентация на сырьевой экспорт и риски внешней конъюнктуры в своей совокупности влияют на повышенную волатильность валютного курса. Это приводит к ускорению инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, вынуждает Центральный банк по модели инфляционного таргетирования проводить жесткую денежно-кредитную политику и ограничивать возможности по рефинансированию банков. Высокая инфляция провоцирует вымывание долгосрочных депозитов из банковской системы и отток капитала. В результате в банковской системе укорачивается срок размещения вкладов и активизируются процессы миграции депозитов из банка в банк, что затрудняет принятие решений самими банками в области активных операций.

Правительство и Банк России рассчитывают на стабилизацию нефтяного рынка, а вместе с ним и национальной валюты, что позволит, в случае окончательной отмены «бюджетного правила», снова восстановить рост международных резервов. Но стоит напомнить, что в условиях либерального валютного режима текущий уровень накопленных международных резервов Российской Федерации не имеет смысла, т.к. значительно превышает пороговую величину трехмесячного импорта экономики. Значительные международные резервы необходимы для поддержания фиксированного курса национальной валюты или жестко управляемого плавания.

Стратегическое противоречие между задачами развития реального сектора экономики с высокой долей добавленной стоимости в готовой продукции и краткосрочными задачами обеспечения бюджетной сбалансированности остается. Режим инфляционного таргетирования и его успех в ряде развитых стран с диверсифицированной экономикой является удобным прикрытием для обоснования невозможности изменения текущего вектора осуществляемой денежно-кредитной политики в России. Банк России ожидает замедления инфляции и внешних рисков, чтобы начать смягчение денежно-кредитной политики. Однако период этого ожидания затягивается, а проблемы в реальном секторе экономики только множатся.

Политика инфляционного таргетирования в развивающихся и ориентированных на экспорт сырья экономиках способна дать желаемый эффект только в фазе среднесрочного повышения нефтяных цен. Однако в ситуации снижения нефтяных цен при одновременном росте процентных ставок нивелируются преимущества девальвации для экономических субъектов, являющихся зависимыми от доступа к заемным ресурсам. Нефинансовый сектор экономики и население в этих условиях становятся проигравшей стороной, за счет которой бюджетный и финансовый секторы экономики стремятся стабилизировать свое финансовое состояние.

Повышение процентной ставки становится краткосрочным инструментом компенсации выпадающих доходов банков от сокращения темпов роста кредитования в условиях рецессии. Рефинансирование накопленной задолженности по более высоким ставкам ухудшает структуру расходов предприятий, но поддерживает поток процентных доходов для самих банков на стабильном уровне. В условиях, когда

сумма кредитной задолженности перед банками превышает величину срочных обязательств банковской системы, коммерческие банки получают дополнительную прибыль от роста стоимости денег.

Если приоритетом Правительства РФ является стабильность банковской системы за счет ухудшения финансового состояния реального сектора экономики, то текущая политика объяснима. Если же приоритетом является смягчение кризисной ситуации в нефинансовом секторе и создание фундамента для последующего экономического роста, то подход к процентной политике необходимо серьезно менять в сторону обеспечения *баланса интересов финансового и нефинансового секторов экономики* при формировании потока процентных платежей.

В условиях экономического спада рост процентных ставок становится существенным инфляционным фактором, т.к. возрастание своих процентных расходов предприятия стремятся переложить на потребителей.

Уровень средней рентабельности активов заемщиков банков как ориентир процентной политики

ЦБ РФ в 2015 г. удалось добиться сокращения денежной базы: ее значение за прошедший год снизилось на 2,5%. Агрегат денежной массы М2 вырос на 8% в первую очередь за счет начисления процентов на остаток депозитов. Таким образом, банковская система во главе с ЦБ обеспечивает искусственное вздутие денежной массы за счет высоких процентных ставок, при этом доходы в реальном секторе снижаются, что заставляет предприятия отказываться от инвестиций и размещать свободные средства в банковские депозиты вместо расширения собственного бизнеса.

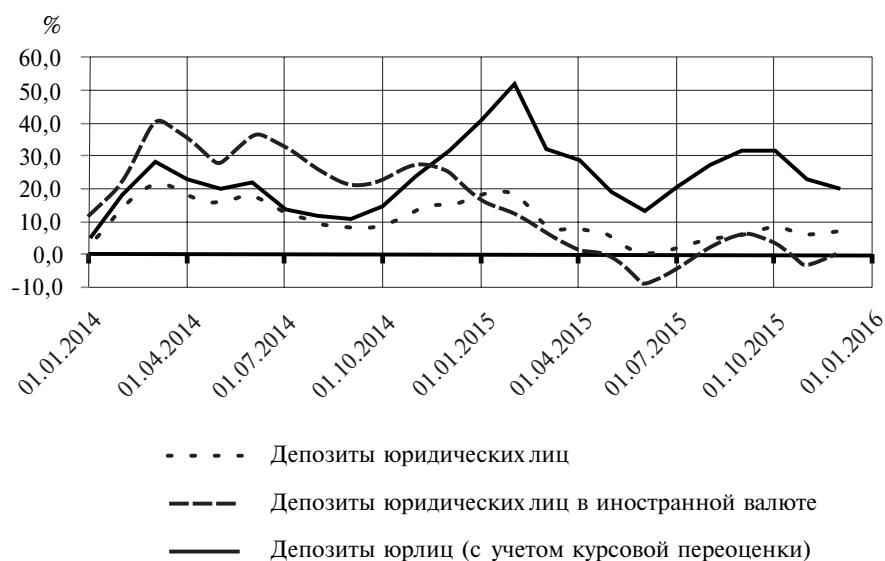


Рис. 4. Годовые темпы прироста срочных депозитов юридических лиц в коммерческих банках (с поправкой на валютный курс рубля)

Как видно из *рисунка 4*, выбор в пользу получения непроизводительных доходов для предприятий в 2015 г. состоялся, и это является сигналом к началу очередного цикла на снижение процентных ставок. Но ЦБ РФ этого сигнала пока не замечает. Нет смысла надеяться на снижение инфляционных ожиданий при падающем нефтяном тренде и свободном курсе рубля. Однако крайне желательно нивелировать фактор раскручивания инфляции за счет роста издержек, накладываемых финансовым сектором для предприятий-заемщиков, и ограничить привлекательность получения непроизводительных доходов за счет размещения средств на банковских депозитах. Только при ключевой процентной ставке Банка России на уровне средней рентабельности активов предприятий возможна смена приоритета в сторону инвестиций в реальный сектор экономики.

Т а б л и ц а 1

**Расчетные показатели рентабельности активов
по видам деятельности, в %**

	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	
Все виды деятельности	5,7	6,8	7,0	6,8	5,0	3,9	Доля накопленной задолженности перед банковской системой по кредитам в рублях по итогам 2014 г.
Ориентир для ключевой процентной ставки (рентабельность активов по всем видам экономической деятельности, взвешенная по доле накопленной задолженности перед банками в российской валюте)*	5,5	5,9	6,4	6,1	4,2	3,4	
Добыча полезных ископаемых	10,6	14,5	18,4	15,3	12,7	14,6	3,6
Обрабатывающие производства	5,6	7,8	8,2	8,1	4,9	2,3	19,5
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	3,6	5,3	1,4	2,0	1,3	1,4	4,7
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	3,1	3,4	4,2	4,8	2,5	5,7	6,5
Строительство	2,9	2,2	2,6	2,7	1,8	1,6	8,8
Транспорт и связь	4,5	5,0	4,7	5,7	4,1	1,5	6,3
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	7,9	6,9	10,2	7,9	7,2	4,7	21,7

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 1

Операции с недви- жимым имуществом, аренда и предоставле- ние услуг	3,9	4,0	1,4	2,5	0,1	1,2	12,6
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

*Рассчитано автором по данным Росстата и Банка России.

Источник: Данные Росстата и Банка России.

В таблице 1 приведены данные Росстата по средней рентабельности активов российских предприятий по видам экономической деятельности и расчетные значения ставки-ориентира для определения ключевой процентной ставки Центрального банка (средняя рентабельность активов по видам экономической деятельности, взвешенная по доле накопленной задолженности перед банковской системой в российской валюте). По предварительным оценкам, ставка-ориентир для определения ключевой процентной ставки ЦБ в 2015 г. составит около 4%.

Безусловно, единовременное снижение ставки до столь низких значений крайне опасно, т.к. чревато потрясениями на валютном рынке. Однако обозначить тренд постепенного понижения процентных ставок на 5–7 п.п. в течение 2016–2017 гг. представляется возможным. Ожидание более низких ставок в дальнейшем будет сдерживать процессы избыточного нарастания денежной массы и придерживать желание заемщиков досрочно увеличить спрос на кредит, но при этом оно стимулирует практику рефинансирования накопленной задолженности заемщиков, что обострит конкуренцию между самими банками за клиентов-заемщиков, имеющих положительную кредитную историю.

Целью ЦБ в настоящее время должно стать обеспечение баланса интересов финансового и нефинансового секторов экономики в процессе перераспределения доходов. Текущая процентная политика смещает этот баланс в пользу финансового сектора. Тем самым создаются условия для наполнения избыточной ликвидности у предприятий – экспортеров сырья и оседания этих средств на банковских депозитах. Одновременно с этим у заемщиков банков ухудшаются условия обслуживания накопленной задолженности. При ставке 4–5% баланс интересов финансового и нефинансового секторов будет обеспечен, что позволит оживить инвестиционные процессы в реальном секторе и сдержать процессы массового делевериджа, наметившегося в российской экономике.

Серьезным возражением против предлагаемой политики являются риски долларизации банковской системы. К. Юдаева высказывалась по этому поводу так: «Поскольку долговая нагрузка у многих компаний и так высока, необеспеченное потребительское кредитование достигло уровня насыщения, новые бизнесы создают редко, а интерес иностранных инвесторов к России снижается, низкие процентные ставки обусловят отток капитала. Причем на фоне санкций он, скорее всего, примет форму не вложений на валютные счета в российских и зарубежных банках, а перевода сбережений в наличную валюту.

Это вызовет новый виток инфляционно-девальвационной спирали, которая, в свою очередь, чревата негативными последствиями для экономического роста и инвестиций»³. Банк России по-прежнему с помощью высокой процентной ставки не допускает избыточного спроса на валюту со стороны спекулятивно настроенных игроков валютного рынка и населения.

Приведем на этот счет контраргументы.

Во-первых, резкий рост процентных ставок в конце 2014 г. привел к значительной отрицательной переоценке на рынке государственных облигаций, что привело к многочисленным «маржин-коллам» у держателей российских бумаг. Это спровоцировало массовое закрытие длинных позиций инвесторами и выходу их с рынка облигаций по любой цене в ограниченный период времени; в течение двух суток после ужесточения денежно-кредитной политики обвал валютного курса рубля превысил 30%.

Во-вторых, свободное плавание национальной валюты предполагает двусторонние колебания, а процентная ставка по краткосрочным кредитам в России имеет второстепенное значение по сравнению с динамикой нефтяных цен, что не дает никакой гарантии автоматического ослабления рубля даже в случае формирования длительного тренда на снижение ключевой процентной ставки.

В-третьих, в России очевидно сохранение определяющих инфляционных факторов за тарифной политикой и курсом рубля, однако снижение стоимости заимствований поддержит возможности заемщиков по обслуживанию накопившейся задолженности, что также внесет некоторый вклад в замедление роста цен.

В-четвертых, предпочтение вкладчиков банков относительно валюты вклада определяется в первую очередь динамикой валютного курса, а не уровнем процентных ставок. Поэтому сужение дифференциала между процентными ставками в рублях и иностранной валюте не вызовет значительных изменений в структуре сбережений.

В-пятых, в целях недопущения спекулятивных всплесков на валютном рынке требуется постепенное повышение норм обязательного резервирования по текущим счетам клиентов, чтобы средства, предназначенные для осуществления расчетов, не могли включаться в спекулятивный кругооборот.

Автор согласен с К. Юдаевой, что «только в условиях низкой и стабильной инфляции российская финансовая система останется привлекательной для внутреннего инвестора и не будет сжиматься в связи с оттоком средств в наличную валюту»⁴, но остаются сомнения в эффективности осуществляемой процентной политики в деле достижения целевого уровня по инфляции.

В упомянутой ранее работе отмечается, что «никаких признаков излишне высокой стоимости заимствований для заемщиков реального

³ Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 11.

⁴ Там же. С. 12.

сектора не обнаружено, поэтому данный аргумент в пользу снижения ставок нельзя назвать состоятельным»⁵. Безусловно, относительно уровня инфляции в России наблюдаются отрицательные реальные процентные ставки, и в этом смысле авторы публикации правы. Но с точки зрения показателей эффективности нефинансового сектора ситуация крайне тяжелая. Текущие процентные ставки адекватны только для экспортеров сектора добычи полезных ископаемых (см. табл. 1). Все прочие виды деятельности при поддержке заемного финансирования при текущем уровне процентных ставок развивать в России затруднительно.

Автор не призывает к радикальному снижению ключевой процентной ставки. Требуется ее поэтапное, постепенное снижение по 0,25–0,5 п.п. на каждом заседании Совета директоров Банка России. Очень важно постепенно приближаться к целевому уровню процентных ставок. Во время цикла снижения ключевой ставки требуется ежемесячно следить за кредитной активностью банков и в случае ее роста в годовом выражении более, чем на 20%, выдерживать паузу в цикле снижения до стабилизации ситуации. Вполне возможно более быстрое восстановление кредитной активности банковского сектора (например, при значительном росте нефтяных цен и стабилизации валютного рынка). В этом случае целевой уровень ключевой ставки может быть не достигнут, и в цикле снижения процентной ставки придется взять паузу. При этом будет повышаться курс рубля, расти рентабельность активов по экономике и потребительская уверенность уже без вмешательства ЦБ (т.е. ставка-ориентир по рентабельности активов в экономике будет автоматически сближаться с ключевой ставкой регулятора при неизменности последней).

Более низкий уровень процентных ставок позволит значительно увеличить эффективность операций валютного хеджирования для импортеров и заемщиков в иностранной валюте. В настоящее время для этих предприятий затраты на хеджирование составляют свыше 10% от стоимости базисного актива, что весьма обременительно. В случае снижения процентных ставок до 5% эффективность валютного хеджирования вырастет в два раза, что реанимирует внешнеторговую деятельность импортеров, расширит налоговую базу и значительно облегчит состояние валютных заемщиков.

* * *

Предлагаемые автором меры по изменению целевых ориентиров при проведении процентной политики Банка России приблизят ее параметры к возможностям реального сектора российской экономики, а также обеспечат возможность более равного доступа к кредитным ресурсам предприятий, расположенных на территории различных субъ-

⁵ Горюнов Е., Дробышевский С., Трунин П. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 78.

ектов Федерации. Процентные ставки по кредитам станут адекватны получаемым доходам в реальном секторе экономики, что сбалансирует интересы субъектов финансового и нефинансового секторов экономики при перераспределении доходов. Смена приоритета в процентной политике позволит Банку России переориентировать свое внимание с поведения нефтяных и валютных спекулянтов на возможности отечественной экономики в генерировании доходов.

Реализация предлагаемых мер может столкнуться с противодействием экспортеров, получающих дополнительную прибыль на разнице процентных ставок по операциям валютного хеджирования, банковских структур, получающих высокую процентную маржу при использовании текущих счетов клиентов в активных операциях, а также регулирующих органов, предпочитающих политику пассивного действия на основе следования за индексом потребительских цен.