

Актуальные проблемы процентной политики центрального банка

Процентная политика центрального банка является важнейшей составляющей денежно-кредитной политики и в общем представляет собой установление процентных ставок по выдаваемым коммерческим банкам кредитам и по депозитам центрального банка. Ее суть, изложенная в литературе, достаточно ясна. Политикой дешевых денег центральные банки уменьшают процентные ставки по кредитам, выдаваемым коммерческим банкам. В свою очередь, производители и инвесторы могут получать дешевые кредиты через коммерческие банки на развитие производства. Экспансионистская денежно-кредитная политика (политика дешевых денег) означает расширение масштабов кредитования, ослабление контроля за приростом количества денег в обращении, понижение уровня процентных ставок. Целью такой политики является стимулирование деловой активности и экономического роста. Рестрикционная денежно-кредитная политика (сдерживание выпуска дополнительных денег), или политика дорогих денег, связана с повышением официальных ставок и затрудняет для коммерческих банков возможность получения кредитных ресурсов и расширения масштабов кредитных операций. Такая политика направлена, прежде всего, на снижение инфляции [1]. Колебания банковских процентных ставок зависят от циклических колебаний реального сектора, и согласно макроэкономической теории они должны быть контрциклическими по отношению к динамике общеэкономического цикла. В условиях экономического спада центральные банки сокращают базовые процентные ставки для стимулирования экономики расширенным кредитно-денежным предложением. В пе-

риод устойчивого экономического роста базовые процентные ставки растут, вложения средств в банковскую систему становятся выгодными, что формирует тенденцию снижения стоимости заимствований.

Однако при практическом применении этой логики возникают определенные проблемы, что особенно ярко проявилось в период кризиса 2007—2009 гг. Поведение регуляторов в период кризиса в различных странах отличалось в отношении процентной ставки центрального банка. В США в июле 2006 г. учетная ставка составляла 5,25%, а в декабре 2008 г. — уже 0,25%; Европейский центральный банк (ЕЦБ) снизил ставку с 4,25% накануне кризиса до 1% к маю 2008 г.; в Японии она уменьшилась с 0,5 до 0,3%. Если в начале кризиса развитые экономики для смягчения своей денежно-кредитной политики использовали традиционные методы антикризисного регулирования (снижение процентных ставок), то к сентябрю 2008 г. произошел переход к так называемым нетрадиционным мерам. Причем особенно резким переход оказался для тех центральных банков, которые к этому времени снизили свои базовые процентные ставки практически до нуля. Быстрое сжатие экономики потребовало принятия мер по ослаблению требований к качеству кредитов и количественных послаблений. В начале 2009 г. центральные банки развитых стран были вынуждены сосредоточить свое внимание на “количественных” параметрах, то есть стали наращивать предложение как национальной, так и иностранной ликвидности и реализовывать широкий набор мер и инструментов, которые в настоящее время западные специалисты определяют как “нетради-

ционные”. Многие из них смягчили условия предоставления ликвидности, включая удлинение сроков операций рефинансирования, снижение требований к принимаемым обеспечениям, увеличение частоты проведения кредитных аукционов. Некоторые предоставляли ликвидность приоритетным финансовым институтам, которые затем должны были поставить ее на рынок. По оценкам Банка международных расчетов, только за десять месяцев кризиса (сентябрь 2008 г. — июнь 2009 г.) общий объем средств, направленных на поддержку экономики по различным программам 11 ведущих стран, составил около 20% ВВП этих стран, причем в некоторых из них, например в Великобритании, этот показатель достигал 44% [2].

Банк России, Национальный банк Украины и некоторые другие центральные банки, наоборот, в течение 2008 г. увеличивали ставку рефинансирования, и только к 2009 г. заметно снизили ее, сопровождая этот процесс широкими комментариями по поводу причин снижения. Такими причинами в общих чертах назывались тенденция ослабления инфляции и необходимость восстановления экономического роста.

В настоящее время на фоне долгового кризиса в еврозоне и желания не допустить новой волны кризиса ЕЦБ понижает базовую процентную ставку на 0,25 процентного пункта — до 1% годовых. Банк Англии имеет базовую процентную ставку, установленную с марта 2009 г. на рекордно низком уровне, — 0,5% годовых.

Таким образом, в период кризиса проблема эффективности процентной политики центральных банков приобрела дополнительную значимость и привлекла к себе общественное внимание. Публичные

дискуссии разгорелись вокруг ряда вопросов, касающихся того, как должна определяться процентная ставка, как быстро она должна изменяться. Даже на вопрос о том, должна ли она повышаться или понижаться для того, чтобы противодействовать кризису в различных странах, экономисты в одной и той же стране (в том числе и в Республике Беларусь) отвечали по-разному. Разумеется, всегда можно сказать, что мнение оппонента основано на недоучете каких-либо значимых факторов, однако сам факт наличия различных мнений говорит о том, что вопрос этот далеко не очевиден и нуждается в дополнительном осмыслении.

Кратко сформулируем основные аргументы в пользу необходимости повышения (понижения) процентных ставок, приводимые в ходе этих дискуссий.

Аргументы сторонников *повышения* процентных ставок выглядели следующим образом:

- процентные ставки должны быть положительными в реальном выражении (т. е. превышать уровень инфляции);
- высокие процентные ставки позволяют привлечь вкладчиков и, следовательно, обеспечить ресурсную базу для банков;
- высокие процентные ставки по рублевым депозитам делают невыгодным перелив средств в валюту, что позволяет сохранять золотовалютные резервы;
- стимулирование производства в условиях кризиса приведет лишь к “затовариванию”, нарастанию запасов;
- кризисная ситуация характеризуется слишком высокой степенью неопределенности, следовательно, основная задача — не стимулирование роста, а устранение диспропорций в экономике.

Среди основных аргументов *снижения* ставок назывались:

- необходимость предотвратить экономический спад;
- борьба со сжатием денежного предложения;
- требование обеспечить ликвидность банковской системы.

Сторонники снижения процентных ставок говорят о том, что высокие процентные ставки делают кредиты недоступными широ-

кому кругу предприятий реального сектора, поскольку такие ставки могут выдержать лишь спекулянты и посредники, а не обычные производители. Снижение рентабельности производства, характерное для данной фазы экономического цикла, приводит к тому, что процентные ставки оказываются выше (или почти сравниваются) показателей рентабельности.

В то же время, анализируя причины кризиса, международное сообщество пришло к выводу, что одной из важнейших причин стали низкие процентные ставки и обусловленная ими аномально высокая доступность кредита в течение длительного периода времени, ориентированная на обеспечение благоприятных условий развития собственных экономик.

Теоретическое обоснование снижения процентных ставок в целях стимулирования инвестиций и роста восходит корнями к Дж.М. Кейнсу с его теорией активного участия государства в экономике. В середине 1960-х гг. его ученик Дж. Тобин разработал модель равновесия рынка капитала и денежного рынка. В ней он рассматривал деньги и капитал как совершенные субституты. Основной вывод из этой модели состоял в том, что снижение реальной процентной ставки способствует инвестициям и экономическому росту.

В начале 1970-х гг. Р. Мак-Кинон и Э. Шоу разработали другую модель, выводы из которой, касающиеся процентных ставок, были прямо противоположны. Низкие процентные ставки делают привлекательными капиталоемкие проекты, препятствуют накоплению сбережений и снижают в конечном счете качество и количество инвестиций в экономике. Деньги и капитал, по мнению авторов модели, не замещают, а дополняют друг друга, чем выгоднее делать сбережения, тем больше инвестиций, поскольку капиталовложения определяются величиной денежных остатков. Понижение же ставки процента приводит, к примеру, к уходу капиталов за рубеж. Общий вывод этой модели состоит в следующем: повышение процентной ставки до равновесного уровня ведет к экономическому росту.

Еще один подход состоит в том, что при оценке влияния ставки ре-

финансирования и других ставок центрального банка, по которым выделяются реальные деньги на экономику, необходимо разделять регулирование ликвидности и стимулирование деловой активности. На стимулирование деловой активности изменение ставок центральных банков (в развитых странах и в большей части развивающихся) фактически не влияет. Никакого ощутимого эффекта контрциклического (сглаживающего, снижающего действие кризисных явлений) регулирования при помощи ставок с точки зрения такого подхода не наблюдается уже лет 30. Это не вина центральных банков, а объективная данность. Причин здесь несколько: и низкая инфляция, существующая в течение достаточно длительного времени, и исчерпанность возможностей экономического роста, основанного на стимулировании потребления, и отрыв финансового сектора от реального: доля новых кредитов, направляемых в инвестиции для промышленности, строительства, быстро сокращается, а доля средств, направляемых на финансовые рынки и раздувающих “пузыри”, стремительно растет. Динамика денежной массы также все меньше зависит от изменения ставок, незначителен вес ресурсов центральных банков по сравнению с ресурсами частного банковского сектора и финансового рынка [3]. Однако такую аргументацию сложно применять к экономике Республики Беларусь с ее слабым развитием финансового рынка, высоким уровнем инфляции и высокой долей ресурсов Национального банка в пассивах системообразующих банков (в 2009 г. эта доля составила около 14%).

Рассмотрим проблему более подробно применительно к нашей стране. В условиях кризиса Республика Беларусь так же, как и другие страны, предприняла ряд мер по оказанию поддержки реальному сектору экономики. Но в силу системных различий эти меры сразу же приобрели специфический, отличный от большинства других стран характер и направления. Если в большинстве стран основой поддержки стали дополнительные бюджетные расходы и проведение политики, направленной на снижение процентных ставок, то у нас — усиление нестан-

дартного рефинансирования (финансирование государственных программ, стимулирование внутреннего спроса и недопущение сокращения производства). При наличии высокого уровня зависимости белорусской экономики от импорта и резком сокращении внешнего спроса (в и без того характеризующейся несбалансированностью внешнеторговых операций экономике страны) произошло резкое падение валютной выручки, возникло дополнительное давление на валютном рынке. Это в конечном итоге привело к необходимости проведения монетарной политики, направленной на рост общего уровня процентных ставок в экономике.

С точки зрения теории динамика инвестиций (“побуждение к инвестициям”) зависит от соотношения средней нормы прибыли и ставки процента. В условиях рыночной экономики (жестких бюджетных ограничений) рост процентных ставок, обусловленный повышением ставок центрального банка, приводит к тому, что предприятиям реального сектора становится невыгодно пользоваться заемными средствами, и резко снижается кредитование экономики, а следовательно, и рост. При существующей в белорусской экономике слабости стандартов обязательности платежей такое положение дел приводит, прежде всего, к увеличению задолженности по кредитам банков при сохранении положительных темпов роста. Можно констатировать существование спроса на кредиты, не обусловленного наличием достаточных заработанных доходов у субъектов государственного сектора экономики. Этот “спрос” порожден недостаточной эффективностью предприятий, функционирующих в условиях мягких бюджетных ограничений. Эта же тенденция приводит и к формированию спроса со стороны населения. В результате, несмотря на существенное повышение процентных ставок, Республике Беларусь в отличие от большинства других стран удалось за счет наращивания объемов кредитования избежать падения ВВП.

По мере ослабления негативных тенденций на мировом рынке постепенно стали расширяться ресурсные возможности банковской системы, и в целях ускорения эко-

номического роста возник вопрос о снижении процентных ставок Национального банка. В этот период среди экономистов страны имела место достаточно бурная дискуссия относительно возможностей и целесообразности стимулирования высоких темпов роста ВВП на данном этапе, однако решение о необходимости стимулирования роста и снижения процентных ставок было принято. Отрицательное сальдо платежного баланса, нестандартное кредитование государственных программ, инфляционные и девальвационные ожидания продолжали нарастать, в результате чего к апрелю 2011 г. возник недостаток иностранной валюты.

Таким образом, игнорирование или недооценка объективных факторов, определяющих отсутствие оснований и возможности снижения процентных ставок в экономике Республики Беларусь в 2010 г., не отменили существования и действия этих факторов. К апрелю — маю 2011 г. пришлось вернуться к прежним значениям процентных ставок, а впоследствии наблюдался их резкий рост.

Вышеописанная динамика процентных ставок отражена на *рисунке 1*.

В настоящее время, несмотря на ужесточение денежно-кредит-

ной политики вообще и процентной политики в частности, инфляция и инфляционные ожидания очень велики. Прирост потребительских цен за 2011 г. составил 108,7%. При некотором улучшении состояния внешней торговли (увеличение темпов роста экспорта над темпами роста импорта) отрицательное сальдо платежного баланса по-прежнему велико. По данным Национального банка, за январь — октябрь 2011 г. по внешнеторговым операциям сформировался чистый импорт в размере 1 724,5 млн. долл. США, или 11,6% ВВП. При этом дефицит торгового баланса составил 3 464,6 млн. долл. США [4]. Динамика сальдо счета текущих операций, выраженная в процентном отношении к ВВП, представлена на *рисунке 2* [5].

Особые опасения вызывают негативные тенденции в мировой экономике, которые могут существенно повлиять на экспортные возможности Беларуси. Важнейшим ограничивающим фактором для нашей процентной политики является значительный уровень внешнего долга, который на 1 января 2012 г. составил 62,3% ВВП. Такая величина внешнего долга, с одной стороны, требует значительных затрат по его обслуживанию, а с другой, существенно снижает

Динамика процентных ставок в Республике Беларусь

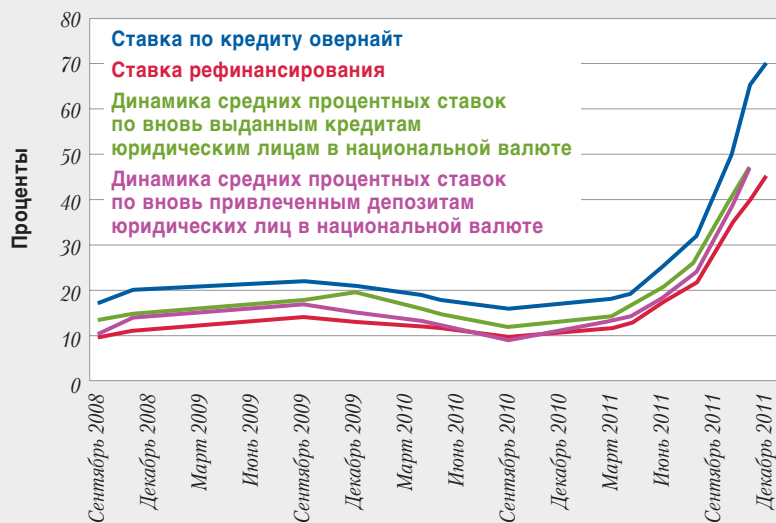


Рисунок 1

возможности по использованию внешних заимствований в целях нейтрализации негативных последствий существующих дисбалансов в дальнейшем. Обслуживание внешнего долга на ту же дату составляет 11,6% ВВП. Динамика валового внешнего долга, выраженного в процентах к ВВП, представлена на *рисунке 3* [6].

Переход к формированию обменного курса на основе режима управляемого плавления хотя и снизил остроту валютного кризиса, сам по себе не решает проблемы достаточного притока валюты в страну и формирования необходимого уровня золотовалютных резервов. Важнейшим решением стало также то, что Национальный банк не планирует предоставлять эмиссионные ресурсы для финансирования инвестиционных проектов, а рефинансирование банков будет осуществляться толь-

ко на рыночных условиях и на короткие сроки с помощью стандартных инструментов регулирования ликвидности. Два последних обстоятельства должны усилить воздействие процентной политики Национального банка на экономическое развитие страны, что предъявляет дополнительные требования к повышению ее качества.

Несмотря на частое и значительное повышение ставки рефинансирования и ставок Национального банка Республики Беларусь по постоянно доступным операциям регулирования ликвидности в последние месяцы, они продолжают оставаться отрицательными в реальном выражении по сравнению с фактической инфляцией. Это обстоятельство служит основным аргументом, приводимым в пользу необходимости их дальнейшего повышения. В то же время в 2009 г. реальные значения

процентных ставок находились в положительной плоскости, были достаточно высокими и составляли более 10%, что в большей степени определило решение о возможности их снижения. Это говорит о том, что методика определения ставок исходя только из существующего уровня инфляции недостаточна для решения задач, возникающих в экономике переходного, не вполне рыночного типа. При данном подходе за рамками остаются такие значимые для нашей страны факторы, как отрицательное сальдо платежного баланса, определяющее важнейшую роль процентных ставок для предотвращения развития девальвационных процессов и обеспечения устойчивости финансовой системы; степень присутствия в экономике каналов поступления кредитных и денежных ресурсов на льготных условиях; уровень развития альтернативных иностранной валюте финансовых инструментов. Нуждаются в оценке риски, вытекающие из слабости платежной дисциплины, характерной сегодня для многих хозяйствующих субъектов нашей экономики.

Таким образом, в настоящее время процентная политика в подавляющем большинстве стран переживает "сложные времена". Далеко не всегда она может выполнять свои задачи, вытекающие из положений существующей экономической теории. Необходимость недопущения рецессии, которой сегодня опасаются многие в развитых странах, традиционно требует снижения ставки рефинансирования, тогда как это уже практически технически невозможно. В то же время в ряде развивающихся стран, несмотря на достаточно высокие номинальные значения этой ставки, действуют факторы, не позволяющие их снижать и действующие сильнее, чем требование удешевлять кредиты для обеспечения экономического роста.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что в современных условиях какая-либо определенная, более или менее универсальная, модель процентной политики вряд ли может существовать, а экономическая теория серьезно отстала от современных реалий. Это обстоятельство, на взгляд автора, в значительной степени осложняет

Сальдо счета текущих операций

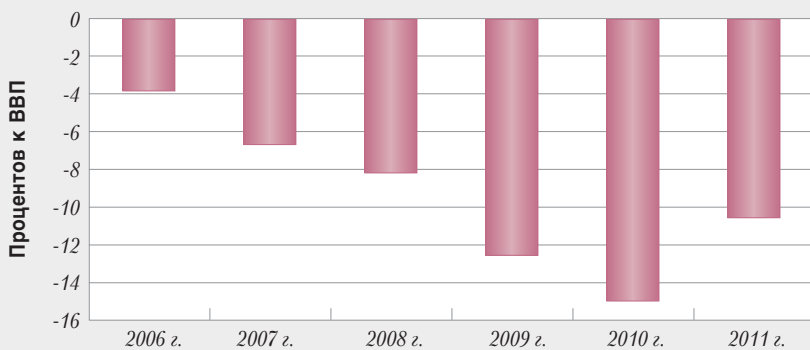


Рисунок 2

Динамика валового внешнего долга

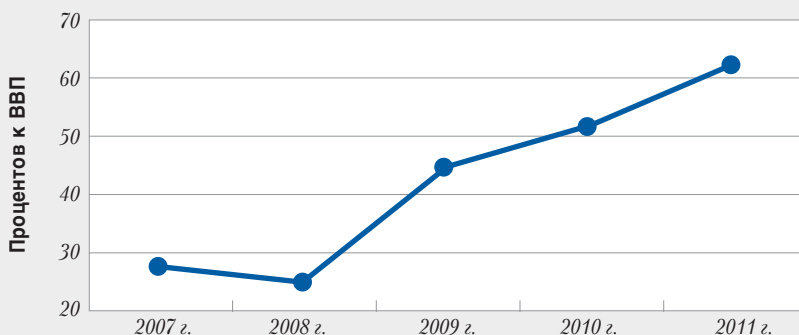


Рисунок 3

ситуацию с исследованиями в области проблем денежно-кредитной политики в нашей стране. Становится сложно опереться на существующую в странах с развитой рыночной экономикой тщательно проработанную теорию, которая основана на использовании различных экономико-математических моделей и правил денежно-кредитной политики. Такой подход является в настоящее время преобладающим, что логично, поскольку объявленный курс экономического развития нашей страны — построение рыночной экономики, а где, как не в странах с наиболее развитыми рыночными отношениями, искать примеры (разумеется, с поправками на недостаточную степень “рыночности” и иные особенности нашего экономического положения).

Однако в условиях глобального кризиса особенно отчетливо проявились такие свойства экономических процессов, как их нелинейность, отсутствие законов подобия во временных рядах экономических переменных, высокая вероятность их значительных и непредсказуемых колебаний. Опыт проведения монетарной политики в ряде стран показал невозможность использования правил, основанных на статистических закономерностях. Это было связано с быстрой сменой трендов в рядах экономических переменных. Усложнение (усиление интенсивности и изменчивости) информационных процессов приводит к возникновению и реализации новых факторов и рисков. Они являются новыми, и статистическая база по ним отсутствует. Учитывать же можно только те из них, с которыми сталкивались раньше. К примеру, не был правильно оценен риск системного кризиса в результате использования производных инструментов. Можно согласиться с экономистами, которые говорят, что во многом современный кризис — это кризис понимания. Таким образом, столь популярные исследования в области применения математических моделей в сфере денежно-кредитной политики хотя и необходимы, однако явно недостаточны.

В этих условиях особую актуальность приобретает необходимость поиска новых, более адекватных инструментов монетарной

политики, а также переосмысления многих основополагающих моментов существующей экономической теории.

Еще одним аспектом рассматриваемой проблемы является существующее в экономической теории разделение понятий так называемой реактивной и проактивной денежно-кредитной политики. *Реактивная* политика строится на адекватном следовании за экономической ситуацией и встраивании в нее денежно-кредитных параметров, тогда как *проактивная* — есть воздействие на нее в желаемом направлении. В первом случае фактически отсутствует влияние на количественные значения этих параметров. В этой связи важно ответить на вопрос о том, что на что влияет и должно влиять в нашей ситуации: процентные ставки на экономику или наоборот. В целом приходится признать, что определяющим для нашей монетарной политики в настоящий момент оказалось состояние счета текущих операций и его динамика, преимущественно зависящие от сальдо торгового баланса, которое, в свою очередь, определяется конкурентоспособностью экономики и существующей внешнеэкономической конъюнктурой. То же самое можно сказать и о влиянии процентных ставок и денежной массы на инфляцию. Стало очевидно, что значительное влияние на сложившуюся в Беларуси ситуацию оказали высокие темпы кредитования государственных программ, которые в определенной степени сохраняются и в настоящее время. Анализ причин необходимости такого кредитования, в свою очередь, может выявить более фундаментальные проблемы. Еще одним фактором роста уровня цен стали меры по повышению заработной платы, прирост которой за 2010 г. составил около 115% при росте производительности труда около 107%, что является проявлением нарушения основных экономических закономерностей. В случае монополизированной экономики важнейшим источником инфляции часто выступает рост издержек, которые минимизируются в условиях действия нормальной рыночной конкуренции. Низкий уровень развития конкуренции обуславливает недостаточную микроэкономическую эффективность многих

белорусских предприятий. В ряде случаев даже при минимальной, льготированной бюджетом процентной ставке инвестиционные проекты не окупаются.

В целом следует признать, что влияние процентной политики на экономическое развитие страны сегодня невелико. Являясь инструментом, присущим рыночной экономике, она имеет ограниченное действие в экономике, существующей на некоторой переходной стадии (не вполне соответствует объекту регулирования).

Для того чтобы процентная политика так же, как и денежно-кредитная политика в целом, приобрела действенный, имманентный ей характер, необходимо, *во-первых*, добиться максимальной непротиворечивости задач макроэкономического регулирования. Экономический рост, приемлемая инфляция, равновесие платежного баланса, социальная справедливость — традиционные задачи макроэкономического регулирования, однако, как показывает опыт, они, к сожалению, принципиально не могут решаться одновременно. Нужно найти сбалансированные оптимальные целевые ориентиры, которые позволили бы нашей экономике преодолеть кризис и при этом создать благоприятные условия для посткризисного развития. *Во-вторых*, ошибкой является возложение на методы монетарного регулирования излишне больших надежд вообще, придание им не вспомогательной, а главенствующей роли. Высокий уровень монополизма в экономике, широкое распространение перераспределительных отношений, слабые стандарты платежной дисциплины и целый ряд других факторов, которые можно определить как отсутствие достаточного уровня развития конкурентной среды и, соответственно, стимулов, составляющих значительную часть экономических субъектов динамично двигаться в направлении повышения эффективности и конкурентоспособности своего бизнеса, — являются сегодня, на взгляд автора, более фундаментальной причиной существующих проблем.

Таким образом, события последних лет все больше приводят к осознанию необходимости ускорения реформ в экономике Республики Беларусь. Даже если до неко-

торой степени можно проигнорировать слабое развитие рыночных и преобладание перераспределительных отношений с точки зрения внутренних задач, то недостаточная конкурентоспособность на внешних рынках (проявляющаяся, прежде всего, в отрицательном сальдо торгового баланса) в условиях малой открытой экономики делает путь дальнейшего реформирования белорусской экономики безальтернативным. Оставаясь недостаточно конкурентоспособными, крупные предприятия могут оказаться вытесненными иностранными конкурентами не только со своих традиционных, но и с внутреннего рынка. И денежно-кредитная политика не решит этой проблемы, поэтому особую актуальность приобретают вопросы повышения эффективности белорусского бизнеса. Эта задача, как показывает опыт других стран, переходящих к рыночным отношениям, является чрезвычайно сложной: проблема преобразований крупного промышленного производства несопоставима

с задачами формирования конкурентных отношений в секторах мелких и средних производств. Тем не менее от ее решения в существенной мере зависит будущее страны.

Для формирования эффективного процентного канала трансмиссионного механизма необходимы также дальнейшие реформы и в финансовой области. К ним относятся, прежде всего, развитие рынков как долевого, так и долговых финансовых инструментов. Наличие достаточно привлекательных финансовых инструментов могло бы, например, значительно снизить спрос на валюту в 2009—2011 гг. и если не предотвратить девальвационных процессов, то сделать их значительно мягче. Развитие этих рынков поможет снизить нагрузку на банковскую систему Беларуси, расширит возможности государственного регулирования, усилит конкуренцию на финансовых рынках, которая, в свою очередь, позволит ограничить чрезмерно высокие процентные ставки.

Из вышесказанного следует сделать вывод о том, что нынешняя ситуация имеет и позитивное значение в том смысле, что четко показывает слабые места нашей экономики, вынуждая заново переосмысливать собственный и чужой опыт, некоторые устоявшиеся концепции и догмы, принимать новые решения, направленные на преодоление этих слабых мест, тем самым двигаясь вперед. Применительно к нашей экономике такой опыт можно сравнить с действием механизма рыночной конкуренции, которая хотя и является крайне болезненной, но заставляет активно искать новые решения и выходить на более высокий уровень развития.

* * *

Материал поступил 02.02.2012.

Анна ГАЛОВА,
доцент кафедры финансовой
и банковской экономики БГУ

Источники:

1. Чернецов, С.А. Деньги, кредит, банки. — М.: Магистр. — 2011.
2. Андрушкин, С.А., Кузнецова, В.В. Базель III — новые стандарты деятельности / С.А. Андрушкин, В.В. Кузнецова // Банковское дело. — 2011. — № 1. — С. 29—32.
3. Бурлачков, В. Воспроизводство и монетарная сфера // Вопросы экономики. — 2009. — № 5. — С. 16—19.
4. Аналитическое обозрение “Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь”, январь — ноябрь 2011 г. [Электронный ресурс]. — Дата доступа: 21. 12. 2011.
5. Основные показатели платежного баланса Республики Беларусь за 2003—2011 гг. [Электронный ресурс]. — Дата доступа: 11. 03. 2012.
6. Абсолютные и относительные показатели валового внешнего долга Республики Беларусь за 2006—2011 гг. [Электронный ресурс]. — Дата доступа: 11. 03. 2012.