АЛЕКСАНДР ПЕНКИН, СЕРГЕЙ ПЕНКИН

Активная процентная политика в России: необходимость прагматичных решений

С конца прошлого века в большинстве развитых стран процентная политика финансового регулятора является одним из основных инструментов регулирования денежного предложения и воздействия на динамику социально-экономических отношений. Действия Центрального банка Российской Федерации в части денежного предложения до последнего времени лежали в русле концепции регулирования денежного предложения через воздействие на денежную базу (обязательства ЦБ РФ). При этом основным каналом эмиссии рублей являлась покупка Банком России иностранной валюты у экспортёров. Для стерилизации избыточной денежной массы и недопущения монетарной инфляции использовались в основном бюджетные инструменты: при формировании бюджета финансовые власти стремились сделать его профицитным. Соответственно, собранные доходы расширенного правительства сначала «зависали» на счетах в ЦБ РФ, а с конца 2006 года стали источником формирования Стабилизационного фонда (сегодня Резервного фонда и Фонда национального благосостояния).

Ущербность подобного механизма регулирования денежного предложения стала очевидной ещё до кризиса 2008 года, поэтому переход к иной модели, в основе которой должна лежать активная процентная политика, был заявлен ещё в далёком 2007 году. Однако только в 2014 году Центральный банк Российской Федерации счёл условия для такого перехода подходящими.

К сожалению, практическая реализация этой новой модели регулирования денежного предложения осуществляется в настоящее время без учёта влияния уровня процентной ставки на реальный сектор экономики (что обязательно учитывается при принятии решений со стороны ФРС США, ЕЦБ в Евросоюзе). В соответствии со своим статусом Центральный банк Российской Федерации использует этот очень действенный инструмент только для таргетирования инфляции и для воздействия на трансграничный приток/отток капитала. Последствия такого «неосторожного» воздействия на уровень процентных ставок в стране оказались крайне негативными. После повышения ключевой ставки Банка России в течение 2014 года с 5,5% до 17% деловое сообщество отмечает значительный рост стоимости кредитов, считает это важнейшим сдерживающим фактором развития предпринимательства и модернизации производства, называет нынешний уровень процентных ставок для предприятий «убийственным».

Принятое Советом директоров Центрального банка Российской Федерации 20 января 2015 года решение о снижении ключевой ставки на два процентных пункта, очевидно, явилось ответом на критику со стороны бизнеса о стоимости ссуд. Также показательно, что 17 февраля 2015 года, в ответ на запрос ТАСС, пресс-служба Банка России сообщила, что Банк «... при принятии решений всегда рассматривает соотношение рисков ускорения инфляции и замедления экономического роста»[1]. Ранее орган монетарной власти практически не упоминал об учёте динамики ВВП и иных показателей при определении ключевой ставки или ставки рефинансирования. Вместе с тем, отсутствие публичной информации государственных органов о влиянии монетарных показателей на реальный сектор экономики России позволяет предполагать, что в реальности принятие такого рода решений основывается скорее на субъективных оценках.

В связи с этим особую актуальность приобретают, во-первых, эмпирические исследования того, какой

1 ЦБ по-прежнему считает достижимой цель по инфляции 4% в среднесрочной перспективе // http://tass.ru/ekonomika/1772205

АЛЕКСАНДР ПЕНКИН, доктор экономических наук, профессор кафедры экономики и финансов общественного сектора Института государственной службы и управления Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации. (119571, Москва, проспект Вернадского, д.82). E-mail: alexpenkin@list.ru

СЕРГЕЙ ПЕНКИН, кандидат экономических наук, заместитель начальника Аналитического департамента Ассоциации российских банков (121069, Москва, Скатертный переулок, д. 20, стр.1). E-mail: sergepenkin@list.ru

Аннотация: Переход финансового регулятора России к модели регулирования денежного предложения через процентную политику и первые практические шаги привели к ряду негативных последствий для реального сектора экономики. В статье с использованием эконометрической модели определяется диапазон процентных ставок для конечных заемщиков, который позволит поддержать инвестиционную активность в России и смягчить проявление кризисных процессов; сформулированы принципы, которые должны соблюдаться при проведении процентной политики в современных условиях.

Ключевые слова: процентная политика, инвестиционная деятельность, Банк России, ставка по кредитам

Таблица 1. Динамика инвестиций в основные средства, рентабельности бизнеса, номинальной стоимости кредитов и процентного спрэда

Год	Прирост инвестиций в основной капитал	Спрэд между ставкой и доходностью	Ставки по рублёвым кредитам на срок свыше 1года	Доходность бизнеса
	INV	***SPR***	***RT***	***PRF***
2004	16,8	-0,5	12,7	13,2
2005	10,2	-1	12,5	13,5
2006	17,8	-0,7	12,5	13,2
2007	23,8	-1,6	11,5	13,1
2008	9,5	0,1	13,1	13
2009	-13,5	4,6	15,4	10,8
2010	6,3	2	12	10
2011	10,8	0,8	10,4	9,6
2012	6,8	2,6	11,2	8,6
2013	-0,2	4,5	11,5	7

Источники: Росстат, Банк России.

уровень процентных ставок создаёт благоприятные условия для поддержания инвестиционной активности в России; во-вторых, какие условия должны соблюдаться при проведении процентной политики в России в современных реалиях.

Для ответа на первый вопрос была обработана информация Федеральной службы государственной статистики России о динамике инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах)[2] и рентабельности продаж (отношение финансового результата реализации продукции к её себестоимости) коммерческих организаций[3]. Также, на основе статистики Центрального банка Российской Федерации, была рассчитана динамика среднегодовой процентной ставки по рублёвым кредитам сроком предоставления более 1 года[4].

Далее была выдвинута следующая рабочая гипотеза: динамика инвестиций в основной капитал имеет обратную зависимость от величины относительной процентной ставки (процентного спрэда), рассчитанной как разность между номинальной доходностью ссуд и уровнем рентабельности бизнеса.

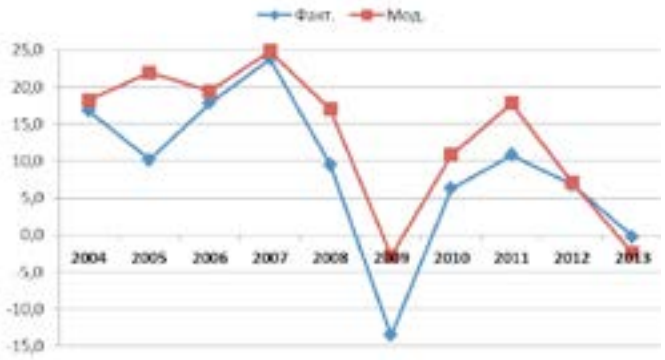
С использованием метода наименьших квадратов была получена следующая математическая зависимость:

INV = 13,29 - 4,13 * SPR + e

t-cmam: 7,68 -5,67 R^2 = 0,8 (F-cmam = 32,53),

где **INV** – темпы реального роста инвестиций в основной капитал, **SPR** – процентный спрэд (разница между уровнем процентных ставок (RT) по рублёвым кредитам сроком предоставления от 1 года и уровнем доходности бизнеса (PRF)), **e** – случайный член уравнения регрессии.

Рисунок 1. Динамика фактических и модельных значений темпов инвестиций в основной капитал



Графическая интерпретация динамики фактических и модельных значений вложений в основные фонды приведена на **рисунке 1**.

Из модели следует, что при росте ставки по корпоративным кредитам на один процентный пункт относительно средней рентабельности бизнеса можно ожидать снижения годовых темпов роста вложений в основной капитал на 4,13 процентных пункта.

Высокие значения t- и F-статистик показывают, что модель демонстрирует устойчивую обратную зависимость между динамикой инвестиций и относительным уровнем процентной ставки, что неудивительно, и достаточно хорошо описано в теории. Чем больший отрицательный разрыв существует между ставками по кредиту и уровнем доходности бизнеса, тем компаниям легче обслуживать ссуды и тем активнее они используют их на цели модернизации, расширяя инвестиционный спрос. И наоборот: уменьшение модульной величины спрэда и его положительные значения свидетельствуют о сокращении доступа компаний к ссудам и заморозке инвестиционных программ многих организаций.

Удивительно другое: эти взаимосвязи хорошо прослеживаются и применительно к России, где основным источником финансирования инвестиций являются собственные средства организаций (от 40% до 47%) и бюджетные средства (18–22%). Кредиты банков и заёмные средства других организаций составляли в среднем за период с 2000 года по 2013 год только 15% всего объёма вложений[5]. Но кредиты банков имеют колоссальное значение для формирования оборотного капитала предприятий и организаций: из всего объёма задолженности организаций по обязательствам на кредиты банков и займы устойчиво приходится более

2 Динамика инвестиций в основной капитал в Российской Федерации // http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/Din-inv.xls

3 Финансы России // http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138717651859

4 Статистический бюллетень Банка России // http://cbr.ru/publ/?PrtId=bbs

5 Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования // http://www.gks.ru/bgd/regl/b14_11/IssWWW.exe/Stg/d02/24-04.htm

52%[6], что и объясняет, на наш взгляд, достоверность модели.

Безусловно, неверно говорить о том, что *только* относительная стоимость кредита определяет динамику инвестиционных процессов. Несомненно, на динамику инвестиций большое влияние оказывают также инвестиционные расходы бюджета, деятельность госкорпораций и институтов развития, вложения нерезидентов и многие другие факторы. Однако рентабельность бизнеса является надёжным индикатором деловой конъюнктуры, а динамика процентной ставки банков отражает, в том числе, ожидания в отношении перспектив развития страны и макроэкономические риски.

На основе указанной выше модели можно спрогнозировать ставку, требуемую для достижения целевого темпа роста вложений в основной капитал при различных уровнях доходности бизнеса. В таблице 2 приведены данные о том, какая средняя ставка по банковским кредитам позволит достичь реального темпа роста инвестиций в основной капитал (0%, 5%, 10%, 15%, 20%) при наиболее вероятном в ближайшие 1–2 года уровне рентабельности бизнеса (5–9%).

Из приведённых показателей следует, в частности, что для достижения приемлемых темпов роста инвестиций на уровне 5% процентная ставка при кредитовании предприятия (или отрасли), имеющего рентабельность в 9%, может быть в районе 11%. Для достижения 10% прироста инвестиций процентная ставка по кредиту должна быть на уровне 9,8% и т.д.

В среднем можно считать, что в условиях снижения до 6–8% рентабельности бизнеса по причине экономического спада средняя ставка по рублёвым кредитам средней и большой срочности должна составлять, по расчётам, 8–9% годовых. Эти оценки близки и к тем условиям, по которым до скачкообразного роста ключевой процентной ставки планировалась реализация механизма проектного финансирования, предполагающего участие банков, которые будут получать рефинансирование от Банка России[7].

В условиях предстоящей глубокой перестройки структуры российской экономики (при ожидаемом замедлении её динамики и даже падении) и в целях более полной реализации потенциала процентной политики регулятора представляется необходимым руководствоваться новыми прагматичными подходами.

В первую очередь, снижение стоимости ссуд для конечных заёмщиков должно быть общей задачей всех ведомств, имеющих отношение к регулированию финансового рынка. С этой точки зрения ни один из органов государственного управления не должен принимать меры, влекущие рост доходности кредитов, без согласования с участниками рынка и его регуляторами. Наглядной иллюстрацией катастрофических последствий отсутствия единой процентной политики явилась ситуация конца 2014 года, когда резкое повышение ключевой ставки Банком России свело на нет, например, усилия Агентства кредитных гарантий по сокращению комиссии по предоставляемым гарантиям с 1,75% до 0,25%.

Единая процентная политика должна разрабатываться и реализовываться совместно с общегосударственными мерами по снижению инфляции (прежде всего за счёт регулирования динамики тарифов и цен естественных монополий и олигополий). Антиинфляционная и процентная политики должны усиливать эффективность друг друга. Успешное замедление темпов роста цен приведёт к снижению ставок в экономике; в свою очередь, облегчение долгового бремени позволит компаниям закладывать меньшую маржу процентных расходов в конечную цену товаров и услуг. При этом динамика ключевой ставки и связанных с ней инструментов предоставления/абсорбирования ликвидности не должна определяться колебаниями валютного кур-

Таблица 2. Расчёт кредитной ставки на основе эконометрической зависимости

Инвестиции	Спрэд	Рентабельность	Ставка
0	3,2	9	12,2
0	3,2	8	11,2
0	3,2	7	10,2
0	3,2	6	9,2
0	3,2	5	8,2
5	2,0	9	11,0
5	2,0	8	10,0
5	2,0	7	9,0
5	2,0	6	8,0
5	2,0	5	7,0
10	0,8	9	9,8
10	0,8	8	8,8
10	0,8	7	7,8
10	0,8	6	6,8
10	0,8	5	5,8
15	-0,4	9	8,6
15	-0,4	8	7,6
15	-0,4	7	6,6
15	-0,4	6	5,6
15	-0,4	5	4,6
20	-1,6	9	7,4
20	-1,6	8	6,4
20	-1,6	7	5,4
20	-1,6	6	4,4
20	-1,6	5	3,4

6 Задолженность организаций // http://www.gks.ru/bgd/regl/b14_11/IssWWW.exe/Stg/d02/23-21.htm

7 Постановление Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 года №1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования» // http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_169755/

са. В противном случае использование ключевой ставки как инструмента регулирования валютного рынка подрывает саму возможность проведения в стране независимой денежно-кредитной политики. Учитывая, что с 17 ноября 2014 года ЦБ РФ завершил переход к полноценному режиму свободного плавания курса национальной валюты, усилив её волатильность в условиях сохраняющегося вывоза капитала из страны, нецелесообразно поддерживать стабильность внешнеэкономических показателей за счёт ухудшения параметров внутреннего рынка капитала.

В рамках разрабатываемых Банком России основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики необходимо, на наш взгляд, указывать целевой уровень различного рода процентных ставок (по депозитам физических лиц, по корпоративным ссудам на разные сроки, ипотечных кредитов и ряда иных), а также уровень монетизации экономики страны и динамику роста активов кредитных организаций. Ориентирование участников рынка на снижение ставок в экономике или их стабильность важно с точки зрения создания комфортных условий работы финансовых институтов.

Со стороны государства также требуется задать устойчивую динамику снижения стоимости ресурсов Банка России, Министерства финансов, государственных институтов развития (АИЖК, МСП Банка и иных). При этом следует критически относиться к непререкаемому требованию рыночных фундаменталистов о том, что реальная процентная ставка по этим ресурсам (рассчитываемая как номинальная процентная ставка минус уровень инфляции) должна находиться в положительной области. В США и странах ЕС с 2008 года и до сегодняшнего дня ставки рефинансирования кредитных организаций со стороны центральных банков близки к 0% при том, что уровень инфляции был в диапазоне от 3% до 0,3%. То есть реальные процентные ставки на межбанковском рынке находятся в отрицательной области на протяжении 6 лет и данный факт не вызывает упреков в некомпетентности финансовых властей.

Снижение стоимости ресурсной базы банков при прочих неизменных условиях создаст условия для сокращения доходности иных видов пассивов, а также активных операций.

Также, с точки зрения фондирования, целесообразно расширять рефинансирование банков со стороны Центрального банка Российской Федерации под залог нерыночных активов, в первую очередь – кредитов реальному сектору экономики. Данная установка позволит ориентировать рынок на то, что кредитование производств позволит его участникам привлекать больше ресурсов и на лучших условиях.

Новые подходы к проведению процентной политики неизбежно будут сопровождаться изменением идеологии банковского регулирования и надзора. В российских условиях снижение процентных ставок в экономике может привести к резкому росту конверсионных валютных операций и формированию «пузырей», например, на рынке недвижимости и на фондовом рынке. Для минимизации данного рода негативных последствий целесообразно изменить принципы регулирования деятельности банков. С одной стороны, требуется радикальное ужесточение надзора за работой кредитных организаций, направленное на пресечение формирования недостоверной финансовой отчётности. С другой стороны, рынку должны быть предоставлены льготы правового характера при кредитовании или покупке ценных бумаг предприятий реального сектора экономики, осуществляющих модернизацию производства или расширение бизнеса.

Подводя итог, следует особо отметить, что Банку России необходимо изменить идеологию монетарной политики, основанную в настоящее время на приоритете снижения темпов инфляции для повышения инвестиционной активности и ускорения роста экономики. Подразумевается, что оно создаст понижающийся тренд стоимости ссуд и повысит уверенность бизнеса. С точки зрения данного подхода, динамика кредитования и уровень процентных ставок должны определяться только рынком. Проведение же активной процентной политики, учитывающей интересы реального сектора экономики, нецелесообразно, так как она приведёт к усилению инфляционного процесса путём роста влияния на него со стороны монетарных факторов.

Действующая модель развития денежно-кредитных отношений в стране в условиях внешних санкций и внутренних дисбалансов заведомо сдерживает развитие предпринимательства и инвестиционной активности. Она должна уступить место более современным прагматичным подходам, которые демонстрируют свою действенность в условиях великой рецессии.

ACTIVE INTEREST RATE POLICY IN RUSSIA: NECESSITY FOR PRAGMATIC DECISIONS

ALEXANDER PENKIN, Doctor of Economic Sciences, Professor, Chair of Economics and Public Finance RANEPA (119571 Moscow, Vernadskogo prosp., 82). E-mail: alexpenkin@list.ru

SERGEI PENKIN, Candidate of Economic Sciences, Deputy Head of the Analytical Department of the Association of Russian Banks (121069 Moscow, Skatertny per., 20, p. 1). E-mail: sergepenkin@list.ru

Summary: Transition of the financial regulator of Russia to the model of money supply regulation through use of interest rate policy and first practical steps had negative consequences for the real sector of economy. The econometric model presented in this article defines a span of loan rates for the end-use borrowers, this span can support investment activity in Russia and mitigate the consequences of crisis processes. The authors also describe key principles of interest rate policy that should be followed during their implementation in actual conditions.

Keywords: interest rate policy, investment activity, Bank of Russia, loan rate