

Политика рефинансирования и инфляция



Председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы», директор Института финансовых рынков и прикладной экономики Финансовой академии при Правительстве РФ доктор экономических наук, профессор Я.М. МИРКИН в беседе с нашим обозревателем обсуждает актуальные проблемы в финансовой и банковской сферах в связи с мировым кризисом.

Яков Моисеевич, центральные банки ведущих развитых стран и даже Китая уменьшают ставки рефинансирования. Банк России последовательно ее повышает. Как Вы считаете, обусловлено ли это какими-то фундаментальными причинами?

Центральные банки уменьшают ставку рефинансирования в целях стимулирования ликвидности рынка, выдачи кредитов, чтобы оживить хозяйственную активность в той фазе экономического цикла, который называется «спад», «рецессия», «подошва» и т.п. Это обычный прием антикризисного управления. Соответственно, когда экономика станет разогреваться до стадии перегрева, центробанки, наоборот, будут повышать ставку рефинансирования, чтобы немного притормозить выдачу кредитов, избежать накопления излишней ликвидности и создать давление на эксцессивную, по их мнению, экономическую активность.

Так должен действовать и Центральный банк РФ, но в последнее время он, наоборот, увеличивал ставку рефинансирования. Это вызывает дискуссии в финансовом сообществе, хотя логика действий ЦБ РФ, видимо, заключается в том, что в момент бегства капитала из России один из способов удержать его – это создать очень высокую доходность, сверхдоходность финансовых активов.

Правительство считает, что высокая ставка рефинансирования противодействует усилению инфляции. Но в России инфляция увеличивается, несмотря на повышение ставки.

Если считать, что ставка рефинансирования является ориентиром, от которого в режиме инфляционного таргетирования отмеряется система процентных ставок

и доходность финансовых активов на внутреннем рынке, то ее повышение должно, увеличивая цену денег в экономике, сдерживать отток иностранного капитала. Ставка рефинансирования должна покрывать риски нерезидентов на падающем финансовом рынке. Вот такова предполагаемая логика. Еще один скрытый аргумент – удержание средств населения в банках, облегчение для него роста процентов по депозитам, увеличение процентного порога, с которого вкладчики начинают выплачивать налог на доходы от депозитов.

Но нужно учитывать, что, с точки зрения нерезидента, который в панике выводит капиталы из России, небольшое повышение ставки рефинансирования (с 11 до 12%, с 12 до 13%) не является столь значимым стимулом, который мог бы это бегство сдержать. С другой стороны, сама ставка рефинансирования в России – это механический инструмент, во многом искусственный, плохо связанный с системой процентных ставок, даже оторванный от нее (кроме выплаты налогов с процентов по вкладам населения). Ее динамика мало что определяет в тех рыночных изменениях процента, которые складываются на финансовом рынке. Скорее, она следует за неминуемым.

Что касается связи инфляции и ставки рефинансирования, то общепринятая точка зрения здесь – позитивность процента. Это значит, что ставка рефинансирования должна превышать инфляцию. Если посмотреть на динамику российской ставки рефинансирования, на ее связь с инфляцией, то эта связь иллюзорна, вторична. Повысилась инфляция, увеличили ставку рефинансирования, чтобы облегчить налоговые условия депозитов, и наоборот. Ставка рефинансирования должна быть, наряду с процентом по краткосрочным государственным ценным бумагам, одной из базовых цен денег в экономике.

Когда же инфляция является преимущественно немонетарной, как в России, когда по ставке рефинансирования кредиты коммерческим банкам не выдаются, она существует как бы в ином мире, нежели финансовый рынок. Так, в начале 2007 г. ставки на рынке МБК составляли 1,5–2%. Это была отрицательная ставка по отношению к инфляции, но это была и истинная базовая цена денег в России, цена «бенч-марк». Когда процент по государственным ценным бумагам составлял 5–6% – это отрицательная процентная ставка, но это также отражало истинную цену денег в России. И все это было очень далеко от значений ставки рефинансирования, еще раз подтверждало ее сегодняшнюю репутацию как искусственного, механического инструмента. Эта связь между инфляцией и ставкой рефинансирования номинальна, малозначима в нашей реальной жизни.

С другой стороны, поскольку все-таки она существует в умах банковского сообщества и к ней привязаны налоговые льготы, то эта ставка в спокойные времена является одним из оправданий гораздо более высоких процентов по банковским кредитам, фиксируя при этом, может быть, сверхвысокую процентную маржу. В этом плане ставка рефинансирования препятствует созданию в России рынка кредитов, прежде всего кредитов населению, с меньшей маржой между стоимостью финансирования банков и стоимостью размещения ресурсов.

Наконец, важно, чтобы ЦБ РФ, опираясь на естественно низкую цену денег в нормальные времена, реально проводил процентную политику снижения цены денег, не аргументируя ее отсутствием борьбы с инфляцией, которая имеет в России, прежде всего, немонетарный характер. Поскольку ничем не оправдано, что фундаментально здоровая экономика России в середине 2000-х гг. (с профицитным бюджетом, огромными золотовалютными резервами и резервными внебюджетными фондами, с позитивным платежным балансом) имела столь дорогие деньги для населения, делала настолько недоступной массовую ипотеку (при сверхвысоких ценах на жилье) и настолько дорогой потребительский кредит. При такой масштабной немонетарной инфляции при участии государства в установлении монополично высоких цен и тарифов – еще и эксцессивная процентная маржа и бесконечная волатильность финансовых активов. Наш финансовый рынок, даже в нормальных условиях, был постоянно близок, скажем так, к помешательству.

В среде экономистов идет оживленная дискуссия об эффективности влияния ставки рефинансирования на развитие экономики, о ее применении на тех или иных стадиях экономического цикла. Как Вы оцениваете эффективность использования ставки рефинансирования в нашей стране?

Предстоит долгий путь к тому, чтобы этот инструмент политики Центробанка стал реально действующим в российской экономике, с привязкой к нему всей системы процентных ставок. Для этого она должна быть именно ставкой рефинансирования коммерческих банков. По ней должны предоставляться средства коммерческим банкам, кредиты, как это делается в других странах. Ставка не должна быть неким ори-

ентиром, существующим в иллюзорном мире, или, может быть, даже налоговым ориентиром, косвенно связанным со всей системой процентных ставок в России.

Если по ставке рефинансирования кредитуются коммерческие банки, безусловно, общим является позитивный процент, т.е. ставка рефинансирования выше уровня инфляции. Это зависит от экономики. Чем более разбалансирована и волатильна экономика, тем больше подвержена отклонениям от уровня инфляции вся система процентных ставок, включающих в себя премии за риск и компоненты, определяемые эксцессивным вмешательством государства. Поэтому в индустриально развитых странах разница между уровнем инфляции и базовой ценой денег минимальна, а в развивающихся – максимальна.

Существует ряд экономик, прежде всего развивающихся, в которых цена денег может быть отрицательной. В этом случае ставка рефинансирования может устанавливаться ниже инфляции. При этом если она работает, является реально действующим инструментом, то она будет стимулировать развитие экономики. Государство сознательно идет на потерю денег и рассматривает такие ставки, как антиинфляционную меру (сокращение процента в структуре затрат) и как инструмент стимулирования активности и спроса товаропроизводителей, а также потребительского спроса населения. В разбалансированных экономиках с эксцессивным вмешательством государства, с огромной зависимостью от внешнего финансирования и горячих денег нерезидентов, с немонетарной инфляцией обычные теоретические рассуждения об уровне процента теряют смысл. Другой вопрос: как все это привести к нормальному состоянию?

Распределение государственных средств, выделяемых для исправления кризисной ситуации, как известно, недостаточно прозрачно. В чем отличие российских механизмов от, например механизмов ФРС США?

Во-первых, уровень прозрачности в развивающихся экономиках, какой является Россия, всегда значительно ниже, чем в индустриальных экономиках. Наша экономика, как и большинство других (кроме англосаксонского мира), основана на концентрированной собственности, что делает прозрачность бизнеса и государства заведомо ниже, а требования общества к раскрытию информации и корпоративному управлению (corporate governance) – значительно слабее.

Во-вторых, уровень информационной прозрачности бизнеса, банков и государства в странах англосаксонского мира, прежде всего в США и Великобритании, значительно выше, чем даже в других индустриальных странах, в которых хорошо развито долговое, банковское финансирование, не требующее сильных систем публичного раскрытия информации (bank-based systems). Соответственно, когда финансирование приходит во многом с рынка акций (market-based system), через курс акций и капитализацию, через диверсифицированную собственность, как в США, бизнес обязан быть более прозрачным и подотчетным в использовании средств, предоставляемых государством. От этого зависят курс акций и оценка публикой деятельности компании, если она выступает со стороны государства.

В-третьих, государство информационно прозрачно в своих действиях тогда и только тогда, когда рассматривается обществом как «слуга народа», а его деятельность – как услуги, оказываемые народу. Соответственно, отчетность об услугах должна быть прозрачна, а само государство подотчетным публике о количестве и качестве своих услуг, в том числе финансовых. Эта концепция пока только начинает распространяться в российской практике, в отличие от США.

Другие причины заключаются в различии систем антикризисной поддержки в США и России. Внешнее их сходство в том, что государство передает банковскому и реальному секторам средства налогоплательщиков. Масштабы его вмешательства беспрецедентны и призваны не допустить реализации системного риска и краха экономики. Вместе с тем средства, выделяемые в России, несколько менее адресны, чем в США, они в большей степени предназначены для растекания по рынку в целом и чуть в меньшей – конкретным крупнейшим компаниям или банкам, и значит, объективно в меньшей степени информационно прозрачны.

Проблемы в России существенно отличаются от ситуации за океаном. Мы имеем дело с тотальным падением рынка, связанным с зависимостью экономики от внешнего финансирования и с шоковым уходом инвестиций нерезидентов, с выводом капиталов. Это – макроэкономическое явление, грозящее обвалом всех звеньев финансового сектора. В ситуации тотального обвала в сентябре 2008 г. у ЦБ РФ не было каналов адресной передачи ликвидности в банковский сектор. И нужно было выбрать посредников между государством и рынком, т.е. крупнейшие банки, которые в дальнейшем распространили ликвидность среди других банков либо важнейших экспортеров, обремененных внешними долгами.

Для небольшого российского рынка, который жил до кризиса приливами и отливами внешних инвестиций и полностью следовал динамике внешних финансовых рынков, адресность государственной поддержки чуть менее важна, чем в США. Важны устойчивость в целом банковского сектора или крупнейших компаний, отсутствие дефолтов в первом эшелоне. Важны дисперсное распределение поддержки, растекание ликвидности по рынку. Информационная прозрачность в США приводит к тем или иным действиям инвесторов, вызывает рост или падение курсов акций, а на российском рынке это плохо работает, поскольку он тотально обвален, нерезиденты его покинули. Поэтому важнее просто общая устойчивость – вливая ликвидность, погашенные внешние долги и распределение средств по банковскому сектору.

Меры поддержки у нас выглядят как макроэкономические решения относительно банковского сектора в целом и сегмента крупнейших компаний, что предполагает, скорее, агрегированную отчетность, нежели данные о целевом использовании государственных средств конкретными компаниями. Важнее знать, дошли ли средства до банков 2 и 3-го эшелонов, возобновились ли кредитование среднего и малого бизнеса, не переданы ли средства поддержки за рубеж в валютные активы банков, не превратились ли они в депозиты банков в ЦБ РФ, стал ли понижаться процент по всей системе ставок кредитования и т.д.

Конечно, хотелось бы иметь информационную прозрачность. Необходимо знать – куда и кому ушли средства, но сама природа российского рынка не допускает такой степени информационной прозрачности, как в англосаксонском мире. То же самое мы видим в континентальной Европе, где раскрыто значительно меньше данных об использовании средств государственной поддержки, чем в англо-американском мире. Этот мир является информационно более прозрачным, нежели страны, экономика которых основана на концентрированной собственности и на расширенном участии государства не только в кризисные, но и в нормальные времена.

Возможно, своевременное принятие некоторых законов помогло бы нашему финансовому рынку стать информационно более прозрачным?

Дело не в законах. Например, запрещение инсайдерской информации и манипулирования ценами в российском законодательстве существует. Но практика инсайда и манипулирования здравствует и в массе своей не наказывается, в отличие от США. Потребность в информационной прозрачности должна определяться моделью экономики, а не создаваться искусственно законами и декретами. Прозрачность нужна не ради того, чтобы удовлетворить любопытство, и не для того, чтобы делать «набеги на банки» или на иные финансовые институты. Прозрачность, как механизм, является элементом market-based system, т.е. модели экономики, основанной на финансировании прежде всего через публичные рынки, когда достоверная информация дает возможность массовым инвесторам правильно принять решение – в отличие от индивидуальной сделок с банками, основанных на частном раскрытии информации.

Конечно, сейчас рыночная экономика России на несколько порядков более прозрачна, чем административная система, существовавшая до 1990-х гг. Если мы сравним информационную прозрачность, которую обеспечивают ЦБ РФ и в последние два года Минфин, то увидим, что степень открытости значительно превосходит открытость в других экономиках развивающихся стран. Например, аналитика и статистические публикации Банка России несравнимы с таковыми Банка Китая.

Постулаты информационной прозрачности нашли свою почву в России. Публикация критериев распределения средств государственной поддержки, распределение их под контролем счетных органов, публичность важных решений, которые принимаются государством, – это серьезные шаги навстречу информационной прозрачности. Можно призывать к тому, чтобы быть полностью информационно прозрачными в соответствии с лучшими международными практиками, но и практики ведь разные. Системы рыночной экономики у нас и на Западе различны, так же как и степень прозрачности.

В 1990-е гг. мы, подражая американской модели фондового рынка, достигли более высокого уровня информационной прозрачности, чем это соответствовало природе российской экономики. Посмотрим, что будет, когда над полями финансового кризиса рассеется дым и произойдет пере-

оценка ценностей. Возможно, начнется обратная тенденция – приуменьшение роли рынка акций и, соответственно, систем раскрытия информации в условиях растущего присутствия государства как мажоритарного собственника и ключевого инвестора. А может быть, начнется переход к более прозрачному бизнесу и открытому государству, с новыми законами и стандартами, движение к более зрелым рыночным отношениям, деконцентрации собственности, росту роли капитализации, дальнейшему разделению функций государства как экономического агента и института власти.

Какие механизмы кредитования реального сектора экономики в ситуации кризиса Вы считаете наиболее целесообразными?

Повторю, очень большое значение имело «впрыскивание» ликвидности, чтобы она растеклась по финансовому сектору и реальной экономике и тем самым дала возможность всем выжить. Однако практика показывает, что, закачав ликвидность и остановив неприятности в банковской системе в сентябре–октябре 2008 г., мы пока еще существуем в ситуации нарастающих проблем в реальном секторе экономики. Сочетание низких цен на экспорт с объемным падением производства в ряде отраслей, безусловно, заставляет беспокоиться: не будут ли риски кризиса распространяться дальше в реальном секторе, и до какой степени экономических и социальных неприятностей все это дойдет? Это, в свою очередь, заставляет говорить о необходимости общественных работ для российской экономики, по аналогии с временами Великой депрессии в США и с тем, что сейчас делается в Китае, Индии, других странах, где появляются миллиардные программы внутренних инвестиций в создание дорог, транспортных узлов, в развитие коммунальной инфраструктуры. Расширение внутреннего спроса, идущее от государства, под заказы общественных работ – это ключевой момент в разрешении кризиса для экспортно-ориентированных экономик, зависящих от внешнего финансирования. Именно такой является российская. Во время кризиса внешние рынки, начинается поиск внутренних инвестиций, баланса внутреннего спроса и внутреннего предложения.

Какое это имеет отношение к кредитованию реального сектора экономики? Самое прямое. Программы общественных работ, стимулирование внутреннего спроса и внутренних инвестиций в той ситуации, в которой находится российская экономика, невозможны без государственных инвестиций. Часть из них может выдаваться на кредитной, возвратной основе. В этом случае начинают действовать механизмы не общей подпитки ликвидности, а похожие на те, которые широко используются в огосударственных экономиках, когда целевым образом выделяется финансирование на конкретные проекты. Частично это безвозвратное финансирование из бюджета под проекты, а частично – возвратное финансирование с полуправительственным распределением кредитных ресурсов.

Это – целевые инвестиции, целевое кредитование. При этом возможен кредитно-депозитный механизм (целевые низкопроцентные депозиты, под

которые выдаются кредиты с ограниченным уровнем процента). Здесь есть место рефинансированию коммерческих банков со стороны центрального банка под кредиты, вкладываемые в расширение производства (в этом случае ставка рефинансирования становится чем-то реальным). Плюс гарантии государства, субсидируемые процентные ставки, хорошо знакомые для развивающихся экономик всего мира, и т.п.

Все это классика третьего мира, к которой сейчас обращаются и в индустриальных странах, как к антикризисной мере. Конечно, эта практика неприятна, основана на нерыночных механизмах, но что делать? Такое сочетание расширенной роли государства и ограниченного рынка, административных и неадминистративных мер является естественным для переходных экономик, объективным для кризисных времен. Здесь важно, чтобы происходило дополнение, а не замещение рыночного арсенала, используемого сейчас государством в финансово-кредитной сфере.

Много сказано о необходимости привлечения средств внутренних инвесторов. Но каких-то действенных механизмов пока нет. С Вашей точки зрения, почему кредитование предприятий не осуществляется в масштабах, объявленных правительством?

В данном контексте средства населения – это вторично, а первично – так называемая монетизация экономики (наиболее простой ее индикатор – «денежная масса / ВВП»). Она по-прежнему низка в России (в середине 1990-х гг., по методологии МВФ, составляла 12–14%), сейчас около 40%. В Китае – более 60% при более низком уровне инфляции, в индустриальных странах – 60–80 и выше. Если, как это было до кризиса, избыточная ликвидность выводится из страны через внебюджетные фонды и золотовалютные резервы, а эмиссия денег происходит против поступления валютных средств, то экономика имеет экспортно-ориентированный характер, полностью зависит от внешнего финансирования, от горячих денег, иностранных инвестиций и т.д. Это вызывает повышенную волатильность рынков, финансовые инфекции и «пузыри», спекулятивные атаки и постоянную угрозу системного финансового кризиса.

Если же население будет не только опустошать свои карманы, но и заниматься сбережением, а финансовые ресурсы, создаваемые в стране, хотя бы частично будут в ней и вкладываться, если при этом будет грамотная эмиссия в наличной и безналичной форме и коммерческие банки станут рефинансировать под рост реальной экономики, то начнет усиливаться роль внутреннего спроса, обслуживающего внутреннее предложение товаров и услуг. Такая экономика на порядок устойчивее той, которая основана только на экспорте – импорте, вводя ликвидности и внешнем финансировании. И она предполагает иную денежную, процентную, валютную политику, другую политику в отношении счета капиталов, инвестиций, налогов и публичных финансов.

Беседовал С. ХОРОШЕВ