

ЭФФЕКТИВНЫЕ РЫНКИ, ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА И ДЕНЕЖНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР

А.М. Иманалиев

Рассматривается сущность эффективного рынка для переходной экономики, которая заключается в создании государством стимулов, позволяющих получать выгоду всем участникам экономических отношений. Предлагается использовать возможности кредитного рычага.

Ключевые слова: эффективный рынок; темп инфляции; процентная ставка; денежный мультипликатор; дефицит бюджета; торговый баланс.

В экономической литературе используются несколько определений эффективных рынков, которые связаны, в основном, со степенью адекватности оценки стоимости активов, минимизацией транзакционных издержек при осуществлении сделок и скорости отражения существующей информации на рыночную стоимость ценных бумаг. Такое определение приемлемо для развитых финансовых рынков, где оценка стоимости активов возможна через фиктивный капитал, обращающийся на фондовом рынке в форме ценных бумаг, изменение цен на которые дает представление о реальной стоимости актива.

Однако для развивающихся рынков и переходных экономик, не обладающих такой возможностью, эффективным рынком можно считать тот, в котором создаваемые государством экономические стимулы позволяют получать выгоду всем сторонам экономических взаимоотношений. С этой точки зрения, ключевым элементом рыночной эффективности необходимо считать стимулы к инвестированию и возможность использования кредитного рычага для повышения собственной рентабельности.

Это можно продемонстрировать на примере двух предпринимателей, один из которых использует кредитное плечо.

Первоначальная рентабельность у обоих предпринимателей составляет 20 %. Значит, при вложении 1000 сом. доход составит 1200 сом., а чистая прибыль составит 200 сомов. Но если один из них

использует дополнительно кредит в 500 сом. под 10 % годовых, и вложит 1500 сом., то при рентабельности 20 % доход составит 1800 сом., из которых необходимо вернуть 500 сом. – основную сумму кредита, 50 сом. – проценты за кредит, останется 1250 сом., из которых 250 сом. – чистая прибыль. Значит, фактическая рентабельность на вложенный собственный капитал в 1000 сом. составит 25 %. Это и есть эффект кредитного рычага.

Для реализации эффекта кредитного рычага необходимо иметь положительную разницу между рентабельностью вложения и стоимостью заимствования, иначе мы не сможем использовать данный финансовый инструмент для повышения собственной эффективности. Такой эффект позволяет повысить конкурентоспособность предпринимателя не только за счет использования новых технологий, качества продукции, квалификации работников, но и за счет грамотного финансового менеджмента, повышения отдачи на вложенный капитал.

Как видно из данного примера, главным становится обеспечение низкой, доступной процентной ставки. Рыночная процентная ставка является ценой заимствования в сложившихся экономических условиях. Эти условия обусловлены влиянием ряда факторов, которые способствуют либо росту процентной ставки, либо ее снижению. При этом она зависит не только от решений, принимаемых кредиторами, но и внешних

условий, на которые кредиторы не в силах оказать влияние.

Рассмотрим структуру номинальной (рыночной) процентной ставки:

3. Норма прибыли
2. Издержки и риски
1. Инфляция

Как видно из приведенной схемы, нижняя граница процентной ставки должна быть не ниже темпа инфляции, чтобы сохранить реальную покупательную способность вложенных денег. Необходимость учета собственных издержек и рисков является следующим фактором роста процентной ставки. И последний фактор – собственная норма прибыли, на снижение которой будет оказывать влияние конкуренция на кредитном рынке.

Первый фактор – инфляция, за низкий уровень которой отвечает, согласно законодательству, Центральный банк Кыргызской Республики (НБ КР). Однако этого не происходит в силу отсутствия подлинной независимости в принятии решений, или недостаточной компетенции персонала. Так, за последние 5 лет темпы инфляции составили: 2007 г. – 20,1 %, 2008 г. – 20 %, 2009 г. – 0 %, 2010 г. – 19,2 %, 2011 г. – 5,7 %.

Таким образом, неопределенность в уровне будущей инфляции является сама по себе фактором риска и банки вынуждены учитывать это обстоятельство при формировании процентной ставки.

Второй фактор – издержки и риски. Издержки зависят от стоимости привлекаемых ресурсов и политики банка по их привлечению и использованию. Риски, главным образом, связаны с отсутствием прозрачности финансовой отчетности на рынке, когда двойная бухгалтерия является обыденным явлением. Такая информационная асимметрия, когда для заемщика достаточно информации о способности банка предоставить кредит, а для банка недоступна информация о реальном финансовом состоянии заемщика и высока вероятность невозврата кредита, является препятствием для снижения процентных ставок. Поэтому вопрос обеспечения прозрачности и достоверности финансовой отчетности – это проблема государства в лице правительства и законодательных органов.

Решением вопроса может быть введение нормы обязательных платежей в безналичной форме. Банковская система уже долгие годы не может добиться принятия закона об ограничении платежей в наличной форме. Ссылки на то, что не развита платежная система и низок уровень доверия к банковской системе, являются несостоятельны-

ми. Принятие такой нормы будет стимулировать коммерческие банки к расширению собственной депозитной базы, к внедрению самых современных форм безналичных платежей, вплоть до “мобайл банкинга”, когда можно распоряжаться своим расчетным счетом с помощью мобильного телефона, находясь практически в любой точке земного шара.

Обеспечение прозрачности финансовых потоков позволит банкам не только увеличить свою депозитную базу, но и снизить риски кредитования. Если все платежи будут проходить через коммерческие банки, последние будут иметь более достоверную информацию о финансовом состоянии потенциального заемщика и его кредитоспособности, что позволит снизить рисковую составляющую процентной ставки.

В настоящее время почти 90 % денежной базы находится в наличной форме вне банковской системы, поэтому осуществление платежей в безналичной форме позволит увеличить объем кредитных ресурсов. Так, на апрель 2012 г. из более чем 55,2 млрд сом. денежной базы, только 7,5 млрд сом. находится в банковской системе, что составляет лишь 13,6 %¹. Это обычная структура денежной базы в республике. При этом, данный остаток нельзя полностью считать кредитным ресурсом, поскольку часть средств необходимы для поддержания нормативов обязательных резервных требований и норматива текущей ликвидности.

Данные показатели характеризуют высокий дефицит кредитных ресурсов, что естественно отражается на стоимости заимствования. Так, средневзвешенная процентная ставка по кредитам в национальной валюте в 2011 г. составила 23,8 %, а в зависимости от сроков и отрасли кредитования доходила до 37 %. Средневзвешенная ставка по кредитам в иностранной валюте составила 19,6 % и доходила в зависимости от сроков и отрасли до 26 %. Естественно, такие цены на кредитные ресурсы недоступны для производственных отраслей, если учесть, что в промышленности рентабельность составляет в среднем 17–20 %. Поэтому кредитование сосредоточено в основном в сфере торговли. Так, из общей суммы выданных в 2011 г. кредитов в национальной и иностранной валюте в 31904,7 млн сом., 17327,8 млн сом. было выдано в сферу торговли, что составило 54,3 % от всех выданных банками кредитов. В то же время в промышленность было выдано всего 1400,5 млн сом.², что равно 4,4 % кредитного портфеля. Данное обстоятельство свидетельствует

¹ Пресс-релиз НБ КР. 2012. №15.

² Все данные взяты из Бюллетеня НБ КР № 12, 2011 г.

о невозможности создания отечественного высококонкурентного производственного потенциала. Известно, что промышленность является базовой отраслью любой экономики, создающей наибольшее количество рабочих мест, дающей большую добавленную стоимость, увеличивающей ВВП. Поэтому политика правительства республики вызывает большую озабоченность.

Коммерческие банки, испытывая дефицит кредитных ресурсов, тем не менее, поддерживают высокий уровень ликвидности, составивший в 2011 г. 74 %, что более чем в два с половиной раза превышает установленный норматив в 30 %. Это свидетельствует о высоком уровне рисков, не способствующем активному кредитованию и снижению процентных ставок по кредитам.

На рыночную процентную ставку оказывает влияние и дефицит бюджета. Высокий уровень заимствования на рынке приводит к снижению стоимости государственных ценных бумаг и повышает их доходность. Поскольку они являются безрисковыми, то кредитование должно осуществляться по ставкам выше доходности этих ценных бумаг. Поэтому данный фактор непосредственно оказывает влияние на уровень рыночных процентных ставок, включающих в себя все виды рисков. Так, средневзвешенная доходность по Государственным казначейским векселям сроком погашения менее года в 2011 г. составила 15,6 %, а доходность двухгодичных облигаций – 18,3 %, это притом, что большая часть дефицита бюджета была погашена за счет зарубежных грантов и заимствований, что легло дополнительным бременем на внешний долг страны.

Ограничение наличного платежного оборота затрагивает не только проблемы снижения кредитных рисков, но и позволяет снизить рыночную процентную ставку за счет увеличения денежного предложения. Поскольку рост безналичных платежей способствует росту кредитной эмиссии коммерческих банков, то это приводит к росту денежного мультипликатора – неинфляционного метода увеличения денежного предложения.

У коммерческих банков появляется большое количество избыточных резервов, которые могут служить дополнительным кредитным ресурсом, конкурируя между собой по их размещению, банки будут вынуждены снижать процентные ставки. Помимо этого, избыточные резервы могут быть направлены на приобретение государственных ценных бумаг, что повысит их цену и снизит доходность и не будет оказывать негативного влияния на рыночные процентные ставки. Расширение резервных возможностей коммерческих банков позволит в большей степени закрыть потребности дефицита

государственного бюджета и снизить долю, или вообще отказаться от внешнего заимствования на эти цели.

Законы по ограничению платежей в наличной форме имеются практически во всех странах мира. Стоит отметить, что запрет на кэшевые сделки действует, к примеру, в Испании, где наличными можно оплатить лишь покупку ценой не более 3 тыс. евро. В Италии эта планка установлена еще ниже – тысяча евро.

В Кыргызстане в 2006 г. была предпринята попытка принятия такой нормы через Постановление правительства, но эффекта она не имела, поскольку препятствовала введению двойной бухгалтерии и возможности избегать налогов. Поэтому данная проблема имеет больше политический, чем экономический характер, когда, прикрываясь якобы неготовностью банковской системы, политики, аффилированные с крупным теневым бизнесом, не заинтересованным в раскрытии своих финансовых оборотов, не допускают принятия таких юридических норм.

Использование механизма денежного мультипликатора, которому не придается никакого значения в нашей денежно-кредитной и экономической политике позволит не только увеличить денежное предложение, но и увеличить налогооблагаемую базу, снизить долю теневого сектора в экономике, обеспечить прозрачность финансовых потоков.

Следует отметить, что из всей денежной базы только оставшиеся 7,5 млрд сом., непосредственно находящиеся в банковской системе, способны генерировать дополнительное денежное предложение, что естественно не может положительно повлиять на рыночную процентную ставку. Поэтому коэффициент мультипликации, т.е. способность коммерческих банков генерировать дополнительное денежное предложение очень низкий. Если взять самые широкие деньги – денежный агрегат M2X, т.е. включающие и иностранные депозиты, то он равен 1,45, а по агрегату M2, включающие депозиты только в национальной валюте – 1,13. Это означает, на что каждый сом, выпущенный Центральным банком, коммерческие банки способны прибавить дополнительно соответственно 45 и 13 тыйын. В соседнем Казахстане мультипликатор превышает 3,4, в России – 3,05, в США – более 6, а в Китае достигает 10. Это означает, что на каждый эмитированный Центральным банком Казахстана тенге, коммерческие банки добавляют 2,4 тенге, в России – 2,05 руб., в США – 5 долл., а в Китае – 9 юаней, что в разы выше эмиссии Центрального банка. При этом необходимо учитывать, что такой прирост денежной массы не вызывает инфляцию.

Опасения, что чрезмерная сомовая денежная масса окажет негативное влияние на курс национальной валюты, не должно тормозить принятие данного закона, поскольку обеспечение транспарентности, снижение рисков инвестирования, совершенствования существующих норм по защите инвесторов станет более весомым аргументом в притоке иностранных инвестиций, чем все предпринимаемые меры по созданию привлекательной инвестиционной среды.

Снижение процентной ставки и повышение экономической активности, создание отечественных конкурентоспособных производств позволит сократить импорт многих видов товаров и услуг, что положительно скажется на торговом балансе, который хронически дефицитен и является причиной оттока иностранной валюты из страны. Так, дефицит торгового баланса за предыдущие три года постоянно возрастал с 1119,8 млн долл. США в 2009 г. до 1669,1 млн долл. США в 2011 г., при этом рост происходил не только за счет продуктов и товаров, которые мы не в состоянии самостоятельно произ-

водить, но и тех, производство которых вполне возможно на нашем рынке. К сожалению, источником покрытия данного дефицита, по сути, являются трансферты, т.е. переводы наших внешних мигрантов своим родственникам на их пропитание, что является аморальным с точки зрения проводимой государством миграционной и социально-экономической политики. Поэтому активизация внутренней экономики за счет снижения рыночных процентных ставок позволит решить вопросы импортозамещения за счет создания внутренних конкурентоспособных производств, снизить отток иностранной валюты, сократить дефицит торгового баланса, создать новые рабочие места, сократить отток рабочей силы из страны. Развитие внутреннего производства, в случае выхода продукции на внешние рынки, позволит кардинально изменить структуру всего платежного баланса. Все это позволит поддержать курс национальной валюты на уровне, позволяющем стимулировать внешнеэкономическую деятельность, обеспечить приток иностранных инвестиций, а в итоге – сократить наши внешние обязательства.