

ББК 65.262-18

УДК 336.7

Д 31

И.Б. Дугужев

Аспирант кафедры финансового менеджмента и инвестиций Кабардино-Балкарского государственного аграрного университета им. В.М. Кокова, г. Нальчик. Тел.: (962) 651 82 90, e-mail: dug-islam@mail.ru.

РЕАЛЬНАЯ СТАВКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

(Рецензирована)

Аннотация. Определение путей стимулирования экономического роста в условиях нарастания долговых обязательств государственных бюджетов становится главным вопросом, ответ на который является определяющим для большинства Центробанков. В данной работе проанализирована возможность воздействия Центробанков на экономику посредством изменения ставки рефинансирования. Наибольший акцент был сделан на сравнении ставки рефинансирования Центрального Банка с уровнем среднегодового изменения потребительских цен. Сделан вывод о том, что в периоды наибольших угроз для национальной экономики регуляторы зачастую снижают ставку рефинансирования до уровней отрицательной ключевой ставки.

Ключевые слова: ставка рефинансирования, Центробанк, госдолг, денежно-кредитная политика, инфляция.

I.B. Duguzhev

Post-graduate student of Financial Management and Investment Department of the Kabardino-Balkarian State Agricultural University named after V.M. Kokov, Nalchik, Ph.: (962) 651 82 90, e-mail: dug-islam@mail.ru.

REAL REFINANCING RATE

Abstract. Definition of ways of stimulation of economic growth in conditions of increase of promissory notes of the state budgets becomes the main question, the response to which is defining for the majority of the Central Banks. In the given work the opportunity of influence of the Central Banks on economy by means of change of the refinancing rate is analyzed. The greatest accent has been made on comparison of the rate of refinancing of the Central Bank and a level of mid-annual change of consumer prices. It is concluded that in periods of the greatest threats for the national economy regulators often reduce the refinancing rate to levels of negative key rate.

Keywords: the refinancing rate, the Central Bank, the national debt, monetary policy, inflation.

Ключевое значение в системе процентных ставок, устанавливаемых Центробанком, имеет ставка рефинансирования. Изменения ставки рефинансирования информируют участников финансового рынка об оценке Регулятором общего направления изменения инфляционной ситуации и, таким образом, воздействуют на ожидания экономических агентов и процентные ставки в экономике. Ставка рефинансирования Центробанка является своего рода верхней границей процентных ставок на де-

нежном рынке, что оказывает косвенное влияние на их динамику. Центробанк воздействует на уровни и структуру процентных ставок на денежном рынке также через установление процентных ставок по проводимым им кредитным и депозитным операциям.

Реальная процентная ставка — это номинальная ставка за вычетом темпа инфляции за определенный период. Если темп обесценения денег превышает величину номинальной ставки, то реальная процентная ставка

превращается в отрицательную (негативную). Выравнивание национальных процентных ставок происходит не только в результате движения между странами краткосрочных капиталов, но и в зависимости от динамики валютных курсов. Обычно чем выше курс валюты, тем ниже процент по вкладам в этой евровалюте. Например, разрыв в процентных ставках по депозитам в разных евровалютах порой достигал 10—15 пунктов.

Реальная процентная ставка после уплаты подоходного налога — более точный показатель действительных издержек заимствования для многих корпораций и граждан США, так как они могут вычесть процентные платежи по долговым инструментам из своих доходов. Если ставка подоходного налога для вас составляет 30%, но вы выплачиваете 10% по закладной, то можете вычесть 10% выплат по закладной и таким образом снизить свой подоходный налог на 30% от этой суммы. Номинальные издержки заимствования после уплаты налога в этом случае составят 7% (10% — 30% от 10% процентного платежа), а с вычетом ожидаемого темпа инфляции 5% реальные издержки заимствования вновь составят 2% (7% — 5%).

В рыночной экономике существует четыре основных фактора, влияющих на уровень ставок доходности:

— эффективность средств производства — ожидаемые ставки доходности от вложений в шахты, дамбы, дороги, мосты, заводы, машины и товарно-материальные запасы;

— степень неопределенности относительно эффективности использования средств производства;

— временные предпочтения людей — насколько люди предпочитают потреблять товары и услуги сегодня, а не в будущем;

— неприятие риска — количество людей, согласных отказаться от повышенной доходности с целью сократить риск инвестиций.

Первым фактором, влияющим на размер ожидаемых инвесторами ставок доходности, является эффективность средств производства (productivity

of capital goods). Средствами производства являются вещи, которые используются для производства других вещей. В качестве типичных примеров средств производства можно привести шахты, дороги, каналы, дамбы, электростанции, заводы, машины и товарно-материальные запасы. Кроме этого физического (материального) аспекта капитала, в понятие «капитал» входят также патенты, контракты, формулы, признание марочных названий, а также структура производства, и сбыта, способствующие повышению производительности. Такие неосязаемые вещи (нематериальный капитал) часто являются результатом расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки (НИОКР) и рекламу.

Эффективность использования капитала за год можно выразить как процентный показатель, который носит название ставки доходности на вложенный капитал (rate of return on capital). Именно этот доход на капитал является источником дивидендов и процентов, которые выплачиваются держателям акций, облигаций и других финансовых инструментов, выпускаемых фирмами. Все эти инструменты представляют собой требования к части дохода, приносимого использованием капитала. Ожидаемая ставка доходности на вложенный капитал зависит от времени и места инвестирования: от состояния экономики, степени доступности других факторов производства, таких как природные ресурсы и рабочая сила, уровня спроса на товары и услуги, которые могут быть произведены с использованием этого капитала. Чем выше ожидаемая ставка доходности на вложенный капитал, тем выше уровень процентных ставок в экономике.

Существует масса причин, по которым ставка доходности на вложенный капитал характеризуется высокой степенью неопределенности. Так, например, на урожай оказывают влияние неизвестные заранее погодные условия; шахты и нефтяные скважины часто оказываются вовсе не такими богатыми, как прогнозировалось; машины время от времени изнашиваются

и ломаются; спрос на продукцию может меняться непредсказуемо вследствие изменений потребительских вкусов или появления каких-либо заменителей существующих товаров; и в довершение всего технический прогресс как следствие развития новых знаний по самой своей природе совершенно непредсказуем. Даже простой процесс хранения товаров в товарно-материальных запасах для использования их в будущем не может считаться свободным от определенной степени риска вследствие того, что невозможно точно предсказать, какое количество товара со временем испортится или устареет.

Акции представляют собой требования в отношении доходов, полученных от использования средств производства. Чем выше степень неопределенности относительно эффективности использования средств производства, тем выше премия за риск по вложениям в акции.

Следующим фактором, влияющим на уровень ставок доходности, является человеческая психология. Люди, как правило, предпочитают пользоваться всеми благами жизни сегодня, а не завтра. Экономисты обычно исходят из предположения, что процентная ставка была бы положительной даже в том случае, если бы не существовало средств производства, в которые можно было бы инвестировать деньги, и единственной причиной для того, чтобы люди давали и брали в долг деньги, было бы то, что в течение жизни предпочтения людей относительно текущего потребления постоянно меняются. В общем случае, чем больше люди предпочитают потреблять товаров и услуг сегодня, не оставляя эту возможность на будущее, тем выше процентная ставка в экономике.

Одной из причин, по которой люди обычно предпочитают потребление в настоящий, а не в будущий момент, является неопределенность времени их смерти. Человек знает, что он жив сейчас и хочет наслаждаться жизнью, по возможности удовлетворяя все свои потребности уже сегодня. Что же касается будущего, всегда существует некая

степень неопределенности относительно того, сможет ли он делать это и дальше.

Ставка доходности вложенного капитала всегда характеризуется рискованностью. Финансовая система предоставляет определенные возможности для людей, которые стремятся вкладывать средства в свободные от риска активы. Для этого им необходимо отказаться от определенной части ожидаемого дохода на вложенный капитал. Люди, менее чувствительные к риску, предоставляют тем, кто в большой степени не приемлет риска, возможность получать гарантированную процентную ставку. Однако эта ставка будет ниже, чем средняя ожидаемая ставка доходности по рискованным активам. Чем выше степень неприятия риска среди населения, тем выше премия за риск и ниже величина безрисковой процентной ставки.

За последние годы главным вопросом в мировой экономике остается орфографическая расстановка запятых в предложении: «Тратить нельзя экономить». В последнее время все больше становится сторонников мер стимулирования экономики, пускай и за счет нарастания долговых обязательств в будущем. Подобная тенденция обусловлена сверхмягкой монетарной политикой ряда крупнейших эмитентов денег, что и приводит к искусственному наращению избыточной ликвидности на финансовых рынках.

Последним оплотом мер жесткой экономии до недавних пор оставалась Еврозона, старающаяся снизить непомерную обремененность национальных экономик периферийных стран долговой нагрузкой, превышающей объем всего годового производства этих стран. В этом контексте недавнее решение Европейского Центрального Банка (ЕЦБ) о снижении ставки рефинансирования на 25 пунктов до 0,5% годовых следует рассматривать как первый шаг к стимулированию экономического роста[1].

Для этого существует ряд предпосылок, главные из которых снижение дефицитов бюджетов проблемных стран Еврозоны и необходимость экономического роста для дальнейшего выхода из долгового кризиса.

Снижение ставки рефинансирования ЕЦБ для коммерческих банков должно придать рецессионной экономике дополнительный импульс, посредством увеличения денежного предложения. Данный механизм доказал свою эффективность на примере США, переживавших крупнейший экономический кризис со времен Великой депрессии. По сравнению с США ставки в Еврозоне остаются высокими, что можно расценивать как дополнительный резерв, которым Федеральная Резервная Система США (ФРС) уже не располагает.

На недавнем собрании ФРС оставила ключевую ставку для коммерческих банков на рекордно низком уровне в 0 — 0,25% годовых.

Столь мягкая монетарная политика в последствии может привести к увеличению инфляционного давления на мировую экономику.

Первым взаимосвязь между ростом экономики, процентной ставкой и инфляцией описал И. Фишер. Эта связь выражается уравнением обмена И. Фишера, или, иначе, уравнением количественной теории денег:

$$M \times V = P \times Q,$$

где

M — количество денег в обращении,

V — скорость обращения денег,

P — средняя цена товаров и услуг,

Q — количество товаров и услуг, произведенных в рамках национальной

экономики в течение определенного периода времени (обычно за год) [2].

При этом реальный объем производства определяют имеющиеся на данный момент в экономике факторы производства (заданная величина). Следовательно, изменение номинального объема ВВП обусловлено только изменением цен. Таким образом, в соответствии с количественной теорией денег уровень цен пропорционален количеству денег в обращении. Но если это так, то и изменение уровня цен будет находиться также в определенной зависимости от изменения денежного предложения.

Наращивание денежного предложения при неизменном спросе может завести экономику, помимо прочего, в так называемую «ликвидную ловушку»: процентная ставка может снизиться до критического уровня, что будет означать исключительно высокое предпочтение ликвидности [3]. Низкая процентная ставка свидетельствует о том, что ценные бумаги слишком дороги, следовательно, люди отказываются от их приобретения, держат сбережения в виде денег. Если при этом предложение денег продолжает увеличиваться, то процентная ставка может уже не реагировать на это, т.к. ниже определенного уровня она не может опуститься. В данный момент ставка рефинансирования находится на минимальном уровне за всю историю США и составляет от 0% до 0.25% в год (рис. 1) [4].

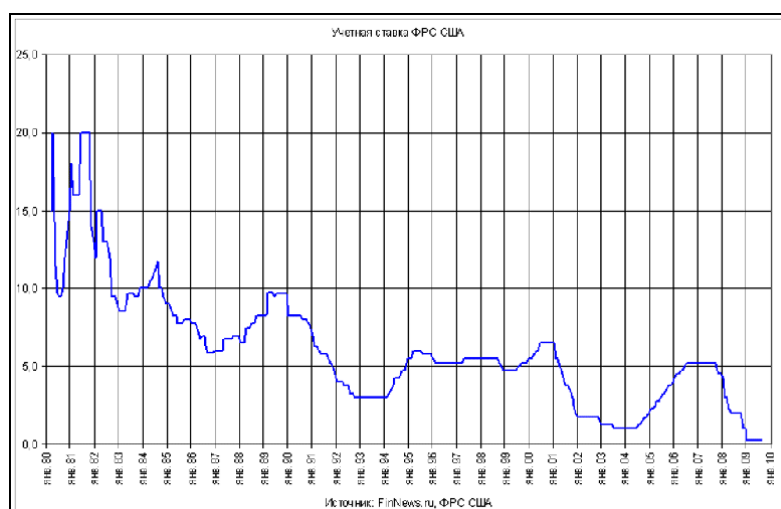


Рисунок 1 — Динамика ставки рефинансирования ФРС США

Сейчас базовые ставки во многих развитых странах мира находятся на исторических минимумах. Нарращивание избыточной ликвидности имеет лишь временный эффект, т.к. увеличение денежного предложения при неизменном уровне производства увеличивает инфляционное давление и в долгосрочной перспективе приводит к резкому росту инфляции. Продолжительное использование эмиссионного рычага главными финансовыми институтами крупнейших экономик мира закладывает мину под фундамент будущего стабильного развития всей мировой экономики. Возникает серьезная угроза всей планетарной финансовой системе, т.к. нарушаются главные основополагающие принципы денежно-кредитного регулирования. Все более очевидной становится необходимость появления института наднационального финансового регулирования, создания единых правил и стандартов денежно-кредитного контроля. Увеличение уровня инфляции при постоян-

ном уровне ключевой ставки обесценивает реальные активы Центробанка [5]. Проведение сверхмягкой денежной политики увеличивает долговую нагрузку на экономику. Парадокс в том, что текущая дешевизна заимствований обусловлена искусственным созданием избыточной ликвидности через программы количественного смягчения. Источником же их финансирования является увеличение государственных заимствований. Этот механизм чрезвычайно опасен, так как для удержания низких процентных ставок по предыдущим облигациям требует эмиссии новых. Рано или поздно дальнейшие заимствования станут невозможными из-за огромной обремененности предыдущими долгами и, как следствие, раздутого госдолга. Велики риски, что при сокращении мер поддержания ликвидности на финансовом рынке ставки существенно возрастут. Этот момент может стать спусковым крючком для запуска дефляционной спирали для всей мировой экономики.

Примечания:

1. Официальный сайт Европейского Центрального Банка. URL: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
2. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика. Гл. 6. М.: Дело ЛТД, 1993.
3. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.
4. Данные официального сайта ФРС США. URL: <http://www.federalreserve.gov>
5. Дугужев И.Б. Franklin: warandtheworld // Дни науки: материалы конференции. Prague, 2012. URL: http://www.rusnauka.com/10_DN_2012/Economics/15_106796.doc.htm

References:

1. Official site of the European Central Bank; Internet-resource <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
2. Fisher S., Dornbush R., Shmalenzi R., 1993. Economics/ Ch. 6. M.: Delo LTD, 1993.
3. Keynes J.M. General Theory of Employment, Interest and Money. M.: Progress, 1978.
4. Data of official site of FRS of the USA <http://www.federalreserve.gov>
5. Duguzhev I.B. Franklin: war and the world // Days of a Science, Materials of Conf. Prague, 2012. URL: http://www.rusnauka.com/10_DN_2012/Economics/15_106796.doc.htm