

# Процентная ставка в условиях инфляции: опыт Республики Беларусь<sup>1</sup>

Андрей ПЛЕШКУН



ЭКОНОМИСТ

В Республике Беларусь сформирована значительная потребность в долгосрочном кредитовании по приемлемым ставкам для финансирования модернизации. Неудовлетворению препятствуют высокий уровень инфляции и номинальных процентных ставок, низкая склонность к сбережениям в национальной валюте. Ситуация осложняется интенсивным развитием льготного кредитования и долларизации. Понимание роли процентного механизма в формировании перечисленных проблем может помочь в разработке эффективного решения.

## Анализ динамики инфляции и процентных ставок

Динамика инфляции и процентных ставок по кредитам и депозитам коммерческих банков

Республики Беларусь представлена в *таблице 1*. Данные охватывают длительный период времени и позволяют сделать интересные выводы. В частности, инфляция в Республике Беларусь была ниже 10% в годовом измерении (что является общепризнанной верхней планкой приемлемой инфляции [1–5]) лишь два года. Еще в десяти случаях наблюдалась инфляция, попадающая в диапазон от 10 до 100% (может быть охарактеризована как умеренная и высокая инфляция), и в четырех случаях она превышала уровень в 100% в год (так называемая «очень высокая» инфляция). Случаев гиперинфляции, по критерию Кейгана, в течение указанного периода не наблюдалось.

Это позволяет охарактеризовать белорусскую инфляцию в целом как *высокую*. Международное сопоставление подтверждает данный вывод: инфляция в Республике Беларусь на протяжении 1997–2011 гг. в среднем была в 7 раз выше, чем в странах с сопоставимым уровнем дохода (*upper middle income* – по классификации Всемирного банка [7])<sup>2</sup>.

При этом заметно, что темпы инфляции были очень нестабильны, изменяясь от 6,5 до 251,3% в год. Коэффициент вариации приростов индекса потребительских цен за период с 1997 г. по 2012 г. равен 125%, что характеризует совокупность как весьма неоднородную и свидетельствует о *нестабильности* белорусской инфляции.

Высокая инфляция обусловила высокий уровень номинальных

процентных ставок по кредитам в белорусских рублях. В изучаемый период в Республике Беларусь они были в среднем в 1,5 раза выше, чем в странах с сопоставимым уровнем дохода. При этом, хотя их уровень изменялся значительно (от 8,5 до 67,7% годовых), размах вариации был существенно ниже такового у инфляции. Это может свидетельствовать о сдерживании роста номинальных процентных ставок по инструментам в национальной валюте. Поскольку номинальные процентные ставки характеризуют в первую очередь доступность кредита (сумма денег, которую может получить в кредит заемщик с определенным уровнем дохода), можно говорить о том, что белорусские заемщики имели худший по сравнению с международным окружением уровень доступности кредита.

Что касается цены кредитования, которая определяется реальной процентной ставкой, то, как видно из *таблицы 1*, для кредитов в национальной валюте на протяжении рассматриваемого промежутка времени она была хронически отрицательной. Причем в некоторые годы обесценение долговых обязательств в национальной валюте превышало 50%, а положительный уровень реального процента по ним наблюдался лишь в шести годах из пятнадцати, достигая максимум 3,1% годовых. По депозитам в национальной валюте ситуация была идентичной. Несколько лучшей способностью сохранять покупательную способность обладали срочные рублевые депозиты:

<sup>1</sup> Продолжение. Начало см.: Банкаўскі веснік, 2013, № 21 (602). С. 18–28.

<sup>2</sup> Расчеты автора построены на основе данных Всемирного банка [8]. Республика Беларусь сравнивалась с 37 странами, данные по которым были доступны за указанный период времени.

Таблица 1

## Динамика инфляции и процентных ставок в Республике Беларусь

Год	Прирост индекса потребительских цен (ИПЦ)	Номинальные процентные ставки						Реальные процентные ставки				Реальная рублевая доходность	
		срочные депозиты в рублях	все депозиты в рублях	кредиты (без льготных) в рублях	все кредиты	срочные депозиты в СКВ	кредиты в СКВ	срочные депозиты в рублях	все депозиты в рублях	кредиты (без льготных) в рублях	все кредиты	срочные депозиты в СКВ	кредиты в СКВ
1997	63,4	37,2	15,5	50,0	-	10,2	16,7	-16,1	-29,3	-8,2	-	33,8	41,6
1998	181,7	39,3	14,3	41,2	27,3	9,9	15,5	-50,5	-59,4	-49,9	-54,8	35,8	42,7
1999	251,3	69,8	23,8	70,5	51,0	10,8	14,9	-51,7	-64,8	-51,5	-57,0	-5,7	-2,2
2000	108,0	102,5	37,6	97,1	67,7	11,1	14,2	-2,7	-33,9	-5,2	-19,4	96,9	102,4
2001	46,3	78,8	34,2	73,8	47,0	10,5	14,5	22,2	-8,3	18,8	0,4	1,1	4,7
2002	34,9	55,2	26,9	62,0	36,9	8,7	13,9	15,1	-5,9	20,1	1,5	-2,1	2,6
2003	25,5	31,9	17,4	37,0	24,0	7,4	12,1	5,1	-6,4	9,2	-1,2	-3,9	0,3
2004	14,5	20,7	12,7	18,9	16,9	6,5	10,3	5,5	-1,5	3,9	2,1	-6,3	-3,0
2005	8,0	14,6	9,2	13,7	11,4	6,9	10,5	6,1	1,2	5,3	3,1	-1,8	1,5
2006	6,5	11,4	7,7	11,8	8,8	7,1	10,7	4,7	1,1	5,0	2,2	0,0	3,4
2007	12,0	11,9	8,3	13,6	8,6	7,7	11,0	0,0	-3,3	1,5	-3,0	-3,3	-0,4
2008	13,4	11,5	8,5	13,7	8,5	8,2	11,3	-1,7	-4,3	0,3	-4,3	-2,4	0,4
2009	10,1	14,7	11,7	18,6	10,4	10,3	12,1	4,2	1,4	7,7	0,2	30,3	32,4
2010	10,0	13,4	9,1	16,2	8,8	8,4	10,6	3,1	-0,8	5,6	-1,0	3,4	5,5
2011	108,7	18,3	13,3	22,9	13,0	7,9	9,0	-43,3	-45,7	-41,1	-45,9	44,0	45,4
2012	21,7	31,7	22,3	32,6	18,3	6,8	9,0	8,2	0,5	9,0	-2,8	-10,0	-8,1

*Примечание.* Расчеты автора; таблица построена с использованием данных Национального статистического комитета и Национального банка Республики Беларусь; реальная рублевая доходность рассчитана по формуле, представленной в [6, с. 12].

их реальная доходность была положительной на протяжении девяти лет из шестнадцати.

Такая ситуация не характерна для государств [7], чей уровень дохода сопоставим с Республикой Беларусь. В них реальная процентная ставка была положительной и за период с 1998 г. по 2011 г. составила 7,9% годовых.

На белорусском кредитном рынке сложились три сегмента, доли которых в 2005–2012 гг. в среднем составляли: рублевого кредитования на общих основаниях – 22,4%; рублевого кредитования на льготных основаниях – 42,8%; кредитования в иностранной валюте – 34,8%<sup>3</sup>. Это означает, что стандартное (на общих основаниях, рыночное) кредитование в национальной валюте на самом деле занимает меньшую

долю рынка и не является определяющим, большая часть рынка разделена почти в равных пропорциях между льготным и валютным кредитованием.

Каждый из сегментов рынка банковского кредитования характеризуется различными уровнями номинальных, реальных ставок, диапазоном их изменения, а также условиями доступа к кредиту. В целом рынок банковского кредита устойчиво рос начиная с 2003 г. и увеличился по отношению к ВВП с 10,7% (в 2002 г.) до 44,5% (в 2010 г.). В результате всплеска инфляции в 2011 г. рынок уменьшился в размерах до 32,5% в отношении к ВВП по итогам 2012 г.

Анализируя кредитные операции банков, нельзя упускать из вида их ресурсное обеспечение. В

этой связи следует отметить важную тенденцию: депозиты секторов экономики в национальной валюте по отношению к ВВП интенсивно росли лишь до 2006 г., увеличившись к этому времени до 9,8% (с 2,9% – в 2001 г.; пик спада). На протяжении 2007–2010 гг. показатель колебался в диапазоне от 9,9 до 10,7% к ВВП, снизившись до 8,2% к ВВП в 2012 г.

Обобщая сказанное, можно отметить, что высокая и нестабильная инфляция трансформируется в (одновременно) высокие номинальные процентные и отрицательные реальные процентные ставки по кредитно-депозитным операциям в национальной валюте. Для компенсации этих негативных явлений выработаны два защитных механизма: льготное

<sup>3</sup> Здесь и далее (если не оговорено иное) представлены расчеты автора с использованием данных Национального банка Республики Беларусь [9].

кредитование в национальной валюте и кредитование в иностранной валюте. В настоящее время около 80% всех кредитов экономике приходится на два последних сегмента. Депозиты экономических агентов в национальной валюте в таких условиях перестали расти: их относительная величина даже имеет тенденцию к снижению.

Согласно гипотезе Фишера, рост ожидаемой инфляции должен приводить к соответствующему росту номинальной ставки. Однако в Республике Беларусь номинальная ставка обладает значительной инерцией. Так, коэффициент вариации годовых темпов роста номинальной процентной ставки по рыночным кредитам в национальной валюте за период с 1998 г. по 2012 г. составил 10%, в то время как аналогичное значение для реальной ставки было равно 36%, свидетельствуя о значительно большей стабильности номинальной ставки. Кроме того, последняя реагирует на инфляционные всплески с задержкой. Если бы этого не происходило, а номинальная ставка обладала абсолютной гибкостью, увеличиваясь соответственно росту цен, уровень реального процента оставался бы положительным.

Объяснить «некорректное» поведение номинальной ставки можно с помощью гипотезы о безрисковом потолке номинальных ставок [10]. Конкретное значение наблюдаемого лага в реакции номинальной ставки на рост инфляции находится в диапазоне от двух до пяти кварталов. По всей видимости, в течение этого времени индексируются доходы, а задержка подъема процентных ставок позволяет снизить кредитный риск, вызванный «платежным шоком», а также смягчить шок доступности кредита. Одновременно с ожидаемыми желательными последствиями присутствует и негативный побочный эффект в виде снижения реальной процентной ставки. Поскольку нередко с помощью этого механизма приходится компенсировать резкий рост инфляции, реальная процентная ставка принимает отрицательные значения.

### Дисбалансы, связанные с применением номинальных процентных ставок

Рассмотрим подробнее характеристики отдельных сегментов кредитного рынка (рыночного, льготного и валютного кредитования). Рынок кредитов, выдаваемых на общих условиях, характеризуется дешевым, но самым недоступным кредитом (вследствие высоких номинальных ставок). При этом его дешевизна имеет свою специфику: в среднем реальная ставка отрицательная, однако очень нестабильная, и в периоды ускорения инфляции она уходит в область отрицательных значений, а в остальное время держится на среднем по мировым меркам уровне. Рынок льготных кредитов – источник сверхдешевого (реальная ставка практически не выходит из области отрицательных значений даже при низкой инфляции) и доступного кредита (низкие номинальные ставки позволяют легко подтверждать кредитоспособность). Рынок валютных кредитов характеризуется доступным (вследствие низких номинальных ставок) кредитом с очень неустойчивой ценой. В периоды, когда уровень инфляции не превышал 50% в год, реальная процентная ставка по валютным кредитам<sup>4</sup> в среднем была сопоставима с таковой по рублевым кредитам, выдаваемым на общих основаниях. Однако в остальные периоды реальная процентная ставка по данным кредитам увеличивалась до очень высоких значений (в среднем составляла 47,1%, максимальное значение – 102,4%). Очевидно, что у тех заемщиков, чей доход номинирован в национальной валюте, должны были возникать проблемы с обслуживанием подобной задолженности.

Таким образом, с точки зрения заемщика, выбор очевиден: следует добиваться возможности получения льготного рублевого кредита, а если это невозможно – обращаться к сегменту рыночного рублевого кредитования. Валютный кредит чрезвычайно дорогой и рискованный. Но в периоды высокой инфляции заемщики,

не имеющие доступа к льготному кредитованию, оказываются в непростой ситуации: несмотря на приемлемую или даже привлекательную реальную ставку, для получения достаточной суммы рыночного рублевого кредита требуется наличие значительного дохода (ввиду высоких номинальных ставок), в то время как доступность валютного кредитования чаще всего остается неизменной.

С точки зрения банка, акценты расставлены иначе. В рамках депозитно-кредитных операций первой задачей банка является обеспечение положительного процентного спреда. Абстрагируясь от вопроса об устойчивости наращивания ресурсной базы при низком или отрицательном реальном проценте, можно утверждать, что для банка не имеет значения уровень процента по его операциям в случае поддержания желаемого уровня процентного спреда. Последний должен быть не ниже величины, достаточной для покрытия операционных расходов, формирования резервов и прибыли. Если у банка есть доступ к «дешевым» ресурсам, он может выдавать «дешевые» кредиты, являясь при этом рентабельным. Вторая задача банка – минимизация уровня валютного риска, и решается она за счет выравнивания валютной структуры банковских активов и пассивов. Третья задача – минимизация уровня кредитного риска.

Применяя данную упрощенную модель банковской деятельности к анализу развития изучаемых сегментов кредитного рынка, можно сделать следующие выводы.

*Источником финансирования льготных кредитов* выступают либо депозиты Национального банка и Правительства, либо средства, привлеченные банком на рыночных основаниях. Во втором случае бюджет компенсирует банку недополученные процентные доходы. Объемы льготного кредитования определяются директивно, исходя из оценки государством собственных возможностей по субсидированию экономики. Источником ресурсов для рыночного кредита – это пре-

<sup>4</sup> Здесь и далее – в рублевом выражении (то есть измеряемая показателем «реальная рублевая доходность»).



имущественно срочные рублевые депозиты (с ограничениями, накладываемыми требованиями к ликвидности, можно использовать и переводные депозиты). Для выдачи валютных кредитов используются депозиты в иностранной валюте. Помимо перечисленных источников ресурсов банки также используют собственный капитал и средства нерезидентов. Соблюдая принцип соответствия между подходящими ресурсами и объемами выданных за их счет кредитов, банк решает задачу минимизации валютного риска и обеспечивает достаточный уровень процентного спреда. Однако в рамках задачи минимизации кредитного риска банку желательно ограничивать валютное кредитование теми объемами, которые выданы клиентам, получающим доходы в иностранной валюте.

Анализ показывает, что *степень долларизации кредитов, выданных субъектам экономики*, на протяжении 1998–2012 гг. составляла в среднем 40,5%, колеблясь в диапазоне от 27 до 54%, то есть ее уровень был очень высоким. Представляется, что причины этого следует искать не только со стороны спроса клиентов, но и со стороны предложения банков. В частности, на протяжении 1997–2012 гг. долларизация срочных депозитов в национальной валюте составляла в среднем 53,8%, при минимальном значении 33,8% и максимальном – 70,9%. Таким образом, банки были вынуждены развивать валютное кредитование, поскольку большая часть депозитов субъектов экономики поступала к ним в иностранной валюте. В свою очередь, это происходило потому, что реальная доходность валютных депозитов была в целом значительно выше по сравнению с депозитами в белорусских рублях, причем ее динамика имела принципиально иной характер. Согласно расчетам, за период с 1997 г. по 2012 г. средняя реальная рублевая доходность срочных депозитов в белорусских рублях и иностранной валюте в годы с уровнем инфляции ниже 50% составляла 6,6% и 0,4% соответственно, однако в годы с уровнем инфляции выше 50% данные значения были минус 32,8% и плюс 41% соответственно. Более высокую реальную

доходность в периоды с меньшим уровнем инфляции демонстрировали срочные депозиты в национальной валюте, а в периоды очень высокой инфляции – в иностранной валюте. Но если в первом случае разница в доходности составляла 6,2 процентного пункта, то во втором – 73,8 процентного пункта, что формировало сильнейшие стимулы к долларизации депозитов в периоды высокой инфляции. Помимо возможности получения сверхдохода срочные депозиты в иностранной валюте в долгосрочной перспективе обеспечивали надежную защиту от инфляции. Срочные депозиты в национальной валюте защищали от инфляции лишь до определенного ее уровня, генерируя значительные потери (отрицательную реальную доходность) при его превышении. Средняя реальная доходность рублевых депозитов за 1997–2012 гг. была отрицательной.

Эти факты имели следующие негативные последствия. *Верная стратегия сберегательного поведения* для пассивных экономических агентов состояла во вложении в иностранную валюту. Для тех же, кто имел возможность непрерывно отслеживать ситуацию с изменением цен и обменного курса белорусского рубля, верной стратегией было держать временно свободные средства на срочном рублевом депозите, переводя их в иностранную валюту накануне ускорения девальвационных процессов. Ситуация усугублялась тем, что доход от депозита в национальной валюте формировался исключительно за счет процентной ставки, а доход от депозита в иностранной валюте – преимущественно за счет изменения обменного курса (процентный доход формировал лишь десятую часть номинального дохода от срочных депозитов в иностранной валюте за период 1997–2012 гг.). Это означает, что, с точки зрения владельца свободных денежных средств, вкладывать деньги в срочные депозиты не было необходимо, достаточно было хранить их в наличной иностранной валюте или в форме валютного депозита до востребования. Подобное поведение по-прежнему обеспечивало надежную защиту от инфляции

в долгосрочной перспективе (пассивная стратегия) или возможность получения значительного дохода от девальвации национальной валюты (активная стратегия).

Таким образом, *динамика финансовых показателей на протяжении 1997–2012 гг. формировала мотивационную среду, благоприятную для долларизации, умеренно неблагоприятную по отношению к организованным сбережениям и очень неблагоприятную по отношению к сбережениям в рублях.*

*Ускорение инфляции* также приводило к снижению срока привлечения депозитов. Согласно расчетам, в 2002–2012 гг. средний срок, на который привлекались новые срочные депозиты в национальной валюте, составлял 4,5 месяца при минимальном значении 2,3 месяца и максимальном – 6,3 месяца. Для сравнения: средний срок привлечения новых срочных депозитов субъектов экономики в иностранной валюте за тот же период времени составил 8 месяцев. Резкое снижение срока привлечения новых срочных рублевых депозитов наблюдалось после всплесков инфляции: коэффициент корреляции между сроком привлечения новых депозитов субъектов экономики в национальной валюте и приростом индекса потребительских цен в указанный период времени составил минус 0,54 с учетом лага в один год в реакции вновь привлеченных депозитов на ускорение инфляции. Отсутствие ресурсной базы, привлекаемой на длительный срок, негативно сказывалось на кредитных возможностях банков, а также подрывало их ликвидность.

При оценке сбалансированности кредитно-депозитных операций банков можно ориентироваться на два основных аспекта.

*Во-первых*, можно оценить сбалансированность депозитно-кредитных операций, сопоставив их объемы (показатель называется разрывом фондирования).

*Во-вторых*, имеет значение сбалансированность доходов и расходов, связанных с выдачей кредитов. Ее можно оценить на основе процентного спреда.

Что касается первого аспекта, то экономика в настоящее время является крупным нетто-заем-

щиком. Тенденция резкого преобладания кредитных операций экономики над депозитными проявилась в 2007 г., а к 2010 г. сальдо депозитно-кредитных операций экономики достигло минус 23,3% по отношению к ВВП.

Резкое ускорение инфляции при удержании процентных ставок по рублевым инструментам на низком уровне в 2011 г. обесценило задолженность субъектов экономической деятельности, позволив им улучшить сальдо депозитно-кредитных операций в национальной валюте до минус 8% по отношению к ВВП в 2012 г.

На протяжении 2006–2012 гг. финансировался разрыв фондирования за счет нерезидентов, Правительства и банковского капитала. Национальный банк играл заметную роль в качестве нетто-кредитора в 2009–2010 гг., однако к 2012 г. он уже являлся крупным нетто-заемщиком.

Как видно на *рисунках 1, 2*, ситуация в разрезе валют имеет существенные различия. Депозитно-кредитная деятельность экономики в области операций с иностранной валютой практически сбалансирована. В 2000–2012 гг. сальдо колебалось в достаточно узком диапазоне: от 1,3% по отношению к ВВП до минус 3,1% к ВВП при значении 0,4% в 2012 г.

Таким образом, резкое ухудшение сальдо депозитно-кредитных операций было полностью обусловлено операциями в национальной валюте. Начиная с 2006 г. экономические агенты прекратили наращивание депозитов в национальной валюте (по отношению к ВВП), активно занимая при этом в белорусских рублях. К 2010 г. задолженность экономики в национальной валюте в три раза превышала ее депозиты, размещенные в национальной валюте.

Что касается процентного спреда, то на протяжении 1998–2012 гг. он снижался, однако динамика этого процесса была различной в разрезе валют (*рисунки 1, 2*). Так, процентный спред по операциям в свободно конвертируемой валюте стабилизировался в районе двух процентных пунктов, в то время как по операциям в национальной валюте он является отрицательным начиная с 2009 г. Поскольку процентный спред должен покрывать ряд расходов, его нулевой уровень не может считаться безубыточным. Используя в качестве ориентира минимальные значения процентного спреда по операциям в СКВ, можно говорить о том, что кредитно-депозитные операции в белорусских рублях перестали приносить банковскому сектору прибыль начиная с 2006 г. Речь здесь идет исключительно о депозитно-кредитных операциях, и выводы не распространяются на случаи финансирования выданных банками кредитов за счет недепозитных источников. Поэтому нельзя утверждать, что убытки, связанные с поддержанием отрицательных реальных процентных ставок, несут именно банки. Чтобы ответить на подобный вопрос, необходимо изучить источники покрытия разрыва фондирования по рублевым операциям.

Как уже отмечалось, возникающий дисбаланс теоретически может быть профинансирован за счет средств нерезидентов, Правительства, Национального банка или капитала банков. Вместе с тем доступ к заимствованию на внешних рынках ограничен, а главное – сами банки стремятся избегать валютного риска, в точности выравнивая валютную структуру своих пассивов и активов, поэтому рассматривать средства нерезидентов как масштабный источник выдачи рублевых кредитов нельзя. Передача валютного риска Национальному банку путем обмена обязательствами также не является безопасной с точки зрения всей экономики операций, поскольку в конечном итоге потенциальные убытки могут быть покрыты только за счет эмиссии, что ведет к инфляции. Аналогичный вывод касается использования средств Правительства или Национального банка в

### Депозиты, кредиты в национальной валюте и процентный спред

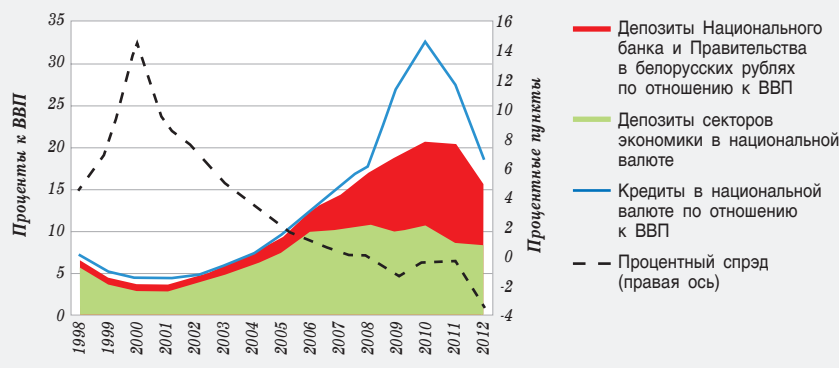


Рисунок 1

### Депозиты, кредиты в СКВ и процентный спред

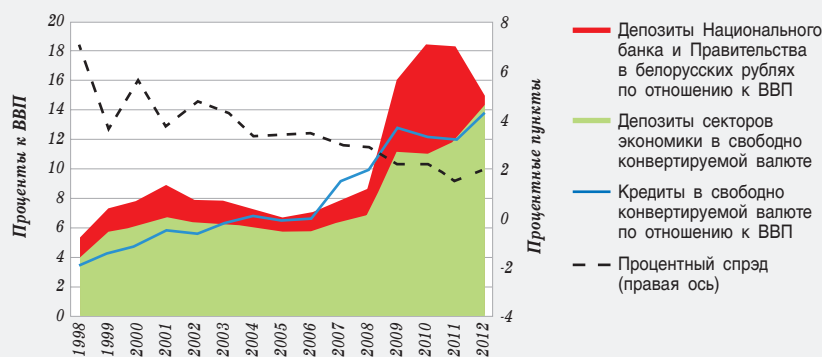


Рисунок 2

качестве ресурсов для льготного кредитования.

Таким образом, модель поведения, заключающаяся в поддержке отрицательных реальных процентных ставок по депозитам и кредитам в национальной валюте, является несостоятельной, поскольку приводит к формированию дефицита ресурсов, который невозможно профинансировать за счет неинфляционных источников.

Выявление масштабов проблемы требует оценки величины «инфляционного выигрыша» заемщиков и структуры его финансирования. Эта задача может быть решена следующим образом.

*Во-первых*, чтобы кредитные операции приносили банку прибыль, процентный спред должен быть не ниже некой положительной величины<sup>5</sup>.

*Во-вторых*, чтобы разрыв фондирования не был слишком большим, реальная процентная ставка должна быть неотрицательной величиной. Если данные условия не выполняются, имеет место субсидирование кредитной деятельности. Что касается оценки пропорций, в которых финансирование этих субсидий распределяется между всеми источниками, то в рамках существующей статистической базы возможна надежная локализация лишь одного: депозитов секторов экономики. Поэтому разницу между совокупным объемом субсидирования и потерями, возложенными на вкладчиков, отнесем к «прочим источникам»<sup>6</sup>.

На рисунке 3 представлены результаты такой оценки, что позволяет сделать следующие выводы.

1. Объемы ресурсов, перераспределяемых в пользу рублевых заемщиков, тесно коррелируют с динамикой инфляции (прямая связь). Это предсказуемо, поскольку выгода генерируется с помощью поддержания отрицательной реальной процентной ставки.

2. Объемы «субсидирования» рублевых заемщиков по отноше-

### Динамика объемов субсидирования рублевого кредита и источники его финансирования

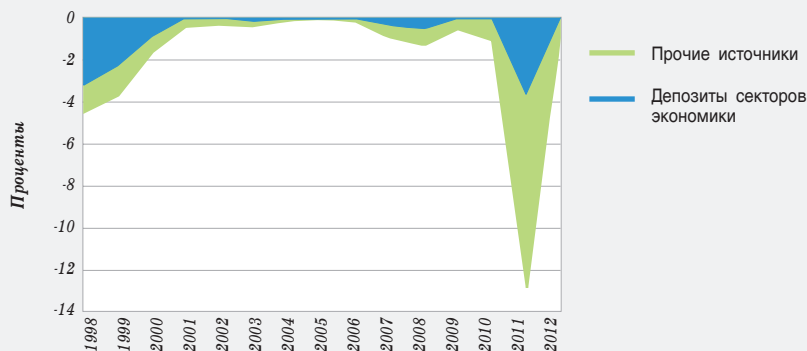


Рисунок 3

нию к ВВП со временем растут. Так, несмотря на то, что темпы инфляции в 2011 г. были ниже, чем в 1998–1999 гг., объем перераспределенных ресурсов в пользу заемщиков вырос в три раза, что связано с ростом объемов кредитования. Следовательно, в перспективе масштабы проблемы возрастут: любой всплеск инфляции будет приводить к значительному перераспределению ресурсов.

3. Структура финансирования выгод, получаемых рублевыми заемщиками, меняется во времени. Так, если в 1998–2000 гг. основными «донорами» являлись держатели рублевых депозитов (на их долю приходилось в среднем 60% издержек), то в 2011 г. основные расходы понесли Правительство, Национальный банк и коммерческие банки<sup>7</sup> (на долю вкладчиков пришлось 28% от всех потерь).

Ситуацию, когда инфляция запускает перераспределительный процесс, масштабы которого достигают 12% ВВП и в среднем составляют 1,9% ВВП, нельзя назвать устойчивой. Помимо негативного воздействия на будущую инфляцию (убытки государства нужно покрывать, а бегство вкладчиков от рубля увеличивает долларизацию и повышает скорость обращения денег) это формирует ситуацию, в которой

рублевые заемщики получают выгоду от инфляции. Как следствие, повышается терпимость общества к инфляции, а у части экономических агентов создается заинтересованность в ней.

### Формирование инфляционной спирали

Изложенное выше позволяет раскрыть самоподдерживающийся характер инфляционных процессов в Республике Беларусь и продемонстрировать важную роль применения номинальных ставок в этом механизме (схематично представлен на рисунке 4).

Наличие безрискового потолка номинальных ставок приводит к тому, что «инфляционный шок» поглощается преимущественно реальными процентными ставками, которые падают до отрицательных значений. Это негативно влияет на сбережения в рублях и положительно — на рублевый кредит. У банков формируется разрыв фондирования по инструментам в национальной валюте, при этом все источники его финансирования имеют инфляционную природу, что порождает новый «инфляционный шок», и ситуация повторяется. Через некоторое время инфляция становится высокой с периодическими всплесками до очень высокого

<sup>5</sup> В расчетах минимально приемлемая величина процентного спреда по операциям в национальной валюте определялась не уровне не ниже, чем величина аналогичного показателя по операциям в СКВ.

<sup>6</sup> В «прочих источниках» агрегирована информация о финансировании инфляционного выигрыша заемщиков за счет ресурсов Национального банка и Правительства и объемов рекапитализации государственных банков из бюджетных источников.

<sup>7</sup> Все перечисленные источники можно обобщить одним понятием «государство», поскольку собственником банков, внесших наибольший вклад в субсидирование рублевых заемщиков, является государство. И в конечном итоге расходы, связанные с их рекапитализацией, легли на бюджет.



### Ускорение инфляции при применении номинальных процентных ставок в экономике с высоким уровнем инфляции

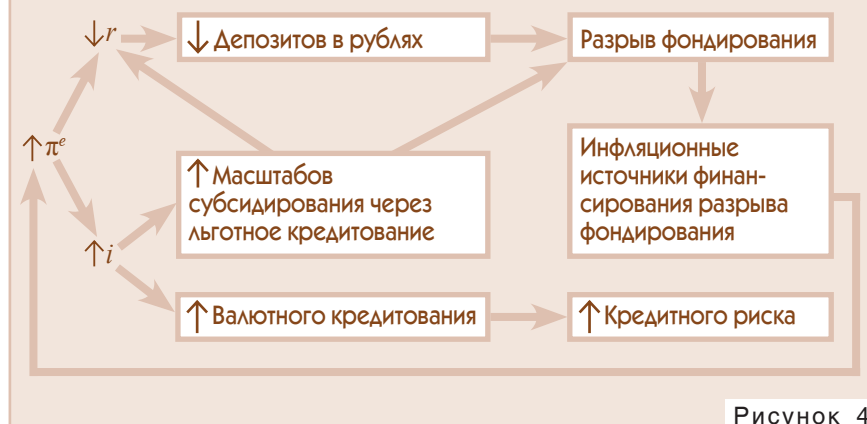


Рисунок 4

уровня. В таких условиях номинальная ставка возрастает, поскольку сглаживать с помощью реальной ставки «инфляционные шоки» можно только в краткосрочной перспективе: если реальная ставка всегда будет отрицательной, сберегать в рублях никто не будет. Растущая номинальная ставка приводит к падению доступности кредита, что порождает спрос на валютные кредиты и усиливает масштабы субсидирования по каналу льготного кредитования. Расширение льготного кредита приводит к понижению реальной процентной ставки и росту разрыва фондирования, что отражает новый виток инфляционного спирали. Параллельно активизируется валютное кредитование как ответ на падение доступности кредита. Это приводит к росту кредитного риска и, в случае масштабных потерь, может потребовать рекапитализации банков, усиливая инфляционное давление.

Помимо уже описанных последствий следует отметить постепенно формирующееся у рынка понимание того, что в результате периодических глубоких провалов реальной ставки в область отрицательных значений ее долгосрочный уровень становится отрицательным. Теоретически предотвратить это можно с помощью значительного повышения реальных процентных ставок на некоторое время после инфляционного шока с целью компенсации потерь, понесенных вклад-

чиками и кредиторами. Однако анализ показывает, что эта стратегия очень затратна и на практике не реализуется. Так называемые «высокие» номинальные ставки фактически составляют лишь 20–50% от той величины, которую они должны были бы составлять для покрытия потерь, понесенных в период инфляционного всплеска.

#### Предельный уровень эффективного применения номинальных процентных ставок

Одним из способов подтверждения наличия у номинальных процентных ставок в Республике Беларусь безрискового потолка является анализ поведения реальной процентной ставки при разных уровнях инфляции. Если он существует, то при «низкой» инфляции реальная ставка должна быть положительной и относительно стабильной, а при «высокой» – снижаться до отрицательных значений. Изменяя пороговый уровень, можно также определить значение инфляции или номинальных процентных ставок, начиная с которых проявляет себя безрисковый потолок. Его можно будет использовать в качестве границы эффективного применения номинальных процентных ставок в Республике Беларусь.

Для предварительного анализа, проведенного на годовых данных, в качестве границы «высокой» и «низкой» инфляции

был выбран уровень в 20% годовых. В результате разделения данных за период 1998–2012 гг. на две выборки по критерию уровня инфляции построена таблица 2, в которой видно, что поведение реальной процентной ставки при разных темпах инфляции существенно различалось. В периоды «низкой» инфляции (2004–2010 гг.) средняя реальная процентная ставка находилась в области нуля (в сегменте рыночных инструментов – выше нуля, по остальным инструментам – ниже). Однако в периоды «высокой» инфляции (1998–2003 гг., 2011–2012 гг.) реальная процентная ставка резко «проваливалась» в область отрицательных значений. Ее среднее значение по всем депозитам в рублях в эти годы составляло минус 28% годовых, по всем кредитам в рублях – минус 22,4% годовых. Реальная процентная ставка теряла самостоятельное значение, определяясь по остаточному принципу, а на первый план выходило управление номинальной процентной ставкой, недопущение слишком быстрого ее роста.

Еще один способ проверки выдвинутой гипотезы содержит возможность определения уровня номинальной ставки, выше которого вступает в силу действие безрискового потолка: ожидается существенная корреляция динамики кредита и реальной процентной ставки в условиях, когда номинальная ставка не превышает порогового значения, и корреляция с номинальной процентной ставкой при его превышении.

Для проверки этого предположения были проведены соответствующие расчеты. Использовались данные об объемах вновь выданных кредитов (за минусом кредитов, выданных за счет ресурсов Правительства и Национального банка Республики Беларусь), а также о соответствующих процентных ставках за период 1999–2012 гг. в разрезе субъектов экономики (юридические и физические лица), сроков кредитования (краткосрочные, от одного года до трех лет, более трех лет) и банков. Ввиду того, что статистика по полным процентным ставкам доступна лишь начиная с 2007 г., их динамика в предшествующие периоды была смодели-

Таблица 2

## Процентные ставки в Республике Беларусь при различных уровнях инфляции

Период	Номинальные процентные ставки					Реальные процентные ставки				
	срочные депозиты	все депозиты в бел. руб.	рыночные кредиты в бел. руб.	льготные кредиты в бел. руб.	валютные кредиты	срочные депозиты	все депозиты в бел. руб.	рыночные кредиты в бел. руб.	льготные кредиты в бел. руб.	валютные кредиты
В среднем за 1998–2012 гг.	35,0	17,1	36,2	15,4	12,0	-5,1	-15,3	-4,1	-17,2	15,2
В среднем за годы с «низкой» инфляцией (2004–2010 гг.)	14,0	9,6	15,2	7,7	10,9	3,1	-0,9	4,2	-2,6	5,7
В среднем за годы с «высокой» инфляцией (1998–2003 гг.; 2011–2012 гг.)	53,4	23,7	54,6	22,1	12,9	-12,2	-28,0	-11,3	-30,0	23,5

рована несколькими методами<sup>8</sup>. Суммы кредитов, выданные отдельными банками по ставкам на 30% и выше более низким, чем средние полные процентные ставки, применявшиеся оставшимися банками в этом месяце по соответствующим видам кредитов, расценивались как льготные и исключались. Полученные ряды вновь выданных кредитов и полных процентных ставок по ним являются аппроксимацией объемов новых кредитов на рыночных условиях и соответствующих ставок по ним.

В отсутствие данных об инфляционных ожиданиях за рассматриваемый период времени реальные процентные ставки рассчитывались исходя из номинальной ставки текущего периода за минусом фактического уровня инфляции следующего года (полностью адаптивные ожидания<sup>9</sup>).

Суммы вновь выданных кредитов были разделены на номинальные доходы. Для юридических лиц в качестве ориентира динамики доходов был избран валовой внутренний продукт, для населения – фонд оплаты труда. Полученный относительный показатель характеризует изменение склонности к кредитованию и должен наилучшим образом отра-

жать потенциальную реакцию на изменение процентных ставок.

Как видно из *таблицы 3*, в которой представлены результаты проведенного анализа, между процентными ставками и объемами вновь выданных кредитов в Республике Беларусь существует выраженная обратная связь, при этом можно отметить, что:

- влияние номинальной процентной ставки на краткосрочные кредиты значительно ниже, чем на долгосрочные, что согласуется с теоретическими представлениями [10];
- юридические лица в значительной степени ориентируются на динамику реальной процентной ставки, в то время как для населения большее значение имеет номинальная процентная ставка. Данный факт объясняется: *во-первых*, тем, что уровень финансовой грамотности у населения закономерно ниже (поскольку финансы являются частью профессиональной деятельности любого предприятия); *во-вторых*, тем, что связь объемов кредита с номинальными процентными ставками гораздо важнее для населения. Это обусловлено механизмом определения мак-

симально доступной заемщику суммы кредита, основанном на соотношении платежа по кредиту с подтвержденным доходом заемщика. Предприятия могут получить кредит не только под подтвержденные на историческом периоде доходы, но и под будущие доходы от реализации кредитуемого проекта. Выбор форм обеспечения возвратности кредита для предприятий также гораздо более гибок, в то время как для населения используется фактически одна форма обеспечения – поручительство нескольких физических лиц, что многократно усиливает зависимость от подтвержденного дохода.

Далее массив данных для кредитов каждого вида был разделен на две выборки в зависимости от того, была ли номинальная процентная ставка выше или ниже ориентира, изменявшегося в диапазоне от 15 до 50% годовых. В каждой из выборок отдельно измерялась корреляция склонности к кредитованию с номинальными и реальными процентными ставками.

Лучшие результаты были получены для уровня номинальных процентных ставок в 19%. Именно при установлении порога раз-

<sup>8</sup> Использовались модели, объясняющие поведение полных ставок за период с 2007 г. по 2012 г. в зависимости от объявленных процентных ставок по соответствующим кредитам, ставок по депозитам, ставки рефинансирования и уровня инфляции.

<sup>9</sup> Приемлемый результат также дает подход, где ожидания определяются как адаптивные на  $\frac{3}{4}$  и рациональные на  $\frac{1}{4}$ .



Таблица 3

### Коэффициенты корреляции между склонностью к кредитованию в национальной валюте и процентными ставками по кредитам

Вид кредита	Номинальная ставка	Реальная ставка
Кредиты, выданные юридическим лицам на срок до 1 года	0,18	-0,56
Кредиты, выданные юридическим лицам на срок от 1 года до 3 лет	-0,43	-0,55
Кредиты, выданные юридическим лицам на срок более 3 лет	-0,50	-0,41
Кредиты, выданные населению на срок до 1 года	-0,71	-0,32
Кредиты, выданные населению на срок от 1 года до 3 лет	-0,79	-0,06
Кредиты, выданные населению на срок более 3 лет	-0,43	-0,33
Кредиты, выданные на срок до 1 года	-0,27	-0,44
Кредиты, выданные на срок от 1 года до 3 лет	-0,61	-0,30
Кредиты, выданные на срок более 3 лет	-0,46	-0,37
Кредиты, выданные юридическим лицам	-0,25	-0,51
Кредиты, выданные населению	-0,64	-0,24

деления выборок на этом уровне наблюдались максимальные показатели корреляции объемов кредитования с реальными ставками в выборке, характеризующейся низкими ставками, и с номинальными процентными ставками – в выборке, характеризующейся высокими ставками.

Как видно из *таблицы 4*, разделение массива данных на две выборки резко улучшило корреляции с ожидаемыми исходя из теоретических представлений ставками. В частности, в услови-

ях низкой инфляции, когда уровень номинальных процентных ставок ниже 19% годовых, склонность к кредитованию связана с динамикой реальных ставок обратной зависимостью. В условиях высокой инфляции корреляция склонности к кредитованию с реальными ставками теряет значимость, однако они начинают отрицательно коррелировать с номинальными ставками на достаточно заметном уровне. Реальная ставка при этом продолжает оказывать некоторое влияние на кредитные

решения заемщиков (то есть ценовая привлекательность кредита продолжает оцениваться исходя из реальной ставки), но резкое снижение доступности кредита ограничивает пространство для маневра. Складывается ситуация, когда даже привлекательный по цене кредит недоступен для заемщика в желаемом объеме.

Таким образом, гипотеза о наличии у номинальных процентных ставок безрискового потолка получила эмпирическое подтверждение, а сам потолок для Респуб-

Таблица 4

### Коэффициенты корреляции между склонностью к кредитованию в национальной валюте и процентными ставками по кредитам (для различных уровней процента)

Вид кредита	Выборка с «низкими» ставками		Выборка с «высокими» ставками	
	номинальная ставка	реальная ставка	номинальная ставка	реальная ставка
Кредиты, выданные юридическим лицам на срок до 1 года	0,15	<b>-0,77</b>	0,21	-0,57
Кредиты, выданные юридическим лицам на срок от 1 года до 3 лет	0,31	<b>-0,89</b>	<b>-0,42</b>	-0,30
Кредиты, выданные юридическим лицам на срок более 3 лет	-0,04	<b>-0,82</b>	<b>-0,40</b>	-0,23
Кредиты, выданные населению на срок до 1 года	0,15	<b>-0,76</b>	<b>-0,66</b>	-0,24
Кредиты, выданные населению на срок от 1 года до 3 лет	-0,43	0,27	<b>-0,82</b>	-0,05
Кредиты, выданные населению на срок более 3 лет	0,54	<b>-0,90</b>	<b>-0,49</b>	-0,11

*Примечание.* В таблице красным цветом выделены те пары коэффициентов корреляции, которые согласуются с выдвинутой гипотезой (лучшая обратная корреляция кредита с реальными ставками при их низком уровне и с номинальными ставками – при их высоком уровне).

лики Беларусь был определен на уровне около 19%<sup>10</sup>. Это означает, что в режиме «низкой» инфляции (номинальные ставки ниже 19% годовых соответствуют уровню инфляции 11% в год) логика формирования ставок согласуется с гипотезой Фишера, а в режиме «высокой» инфляции – нет. Этот же уровень является порогом, выше которого начинает проявляться и возрастает неэффективность применения номинальных процентных ставок в Республике Беларусь.

Данные выводы согласуются с результатами, полученными на основе международных сопоставлений [10, с. 26].

Поскольку на протяжении последних шестнадцати лет инфляция и процентные ставки в Республике Беларусь чаще превышали

рассчитанные пороговые значения, можно говорить о том, что применение номинальных процентных ставок в Республике Беларусь не является эффективным. Это ставит вопрос о необходимости поиска альтернативного решения.

#### Выводы

1. На основе анализа динамики ряда экономических показателей за длительный период времени, а также путем международных сопоставлений показано, что инфляция в Республике Беларусь носит высокий и нестабильный характер, номинальные процентные ставки по кредитам и депозитам в национальной валюте – высокие, а долгосрочные реальные процентные ставки – отрицательные. Это приводит к снижению

доступности долгосрочного кредита и стимулов к сбережению.

2. Раскрыт механизм формирования инфляционного давления, связанного с применением номинальных процентных ставок в Республике Беларусь. Дана оценка масштабам явления. Показано, что с ростом объемов кредитования проблема будет усугубляться.

3. Для Республики Беларусь рассчитан предельный уровень номинальных процентных ставок по кредитам в национальной валюте, сверх которого инфляция приобретает самоподдерживающийся характер. Он определен в 19% годовых, что соответствует уровню инфляции в 11% годовых.

\* \* \*

Материал поступил 14.08.2013.  
(Окончание следует.)

#### Источники:

1. Anwar, S., Islam, L. Should Developing Countries Target Low, Single Digit Inflation to Promote Growth and Employment? // *International Labour Office, Employment Working Paper*, 2011, № 87. – 37 p.
2. Ghazouani, S. Threshold Effect of Inflation on Growth: Evidence from MENA Region // *Economic Research Forum, Working Paper* 715. – October 2012. – 13 p.
3. Burdekin, R., Denzau, A., Keil, M., Sitthiyot, T., Willett, T. When does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economies [Electronic resource]. – Mode of access: <http://econpapers.repec.org/paper/clmclmeco/2000-22.htm>
4. Sarel, M. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth // *IMF Staff Papers*, vol. 43, № 1, P. 199–215.
5. Khan, M., Senhadji, A. Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth // *IMF Staff Papers*, vol. 48, №1, P. 1–21.
6. Румас, С.Н., Плешкун, А.М. Сбережения населения: оценка, тенденции, факторы роста // *Банкаўскі веснік*, 2010, № 9. С. 5–13
7. Country and Lending Groups [Electronic resource]. – Mode of access: [http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups#Upper\\_middle\\_income](http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups#Upper_middle_income).
8. World Development Indicators [Electronic resource]. – Mode of access: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.
9. Бюллетень банковской статистики Национального банка Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/>
10. Плешкун, А. Процентные ставки в условиях инфляции: противоречия и проблемы // *Банкаўскі веснік*, 2013, № 602. С. 18–28.

<sup>10</sup> Рассчитанный уровень безрискового потолка номинальных процентных ставок является усредненным; в конкретных условиях возможны отклонения за счет большего вклада динамической компоненты при резком ускорении инфляции.