

Процентная ставка в условиях инфляции: разрешение противоречий¹

Андрей ПЛЕШКУН



ЭКОНОМИСТ

Эффективным решением проблемы инфляции является взвешенная денежно-кредитная, бюджетная и макроэкономическая политика в целом. Вместе с тем существуют факторы, которые при прочих равных условиях способны усилить инфляционные импульсы. Как было показано в предыдущих разделах исследования², одним из таких факторов является применение номинального процента (эффект начинает проявляться с уровня инфляции в 10% годовых). Поэтому решение, способное обеспечить нейтральность процентных ставок по отношению к инфляции, могло бы облегчить проведение антиинфляционной политики.

Концепция разрешения противоречий

Основной причиной влияния номинальных процентных ставок

на инфляцию выступает проблема несопоставимости, которая следует из сравнения денежных потоков (платежей по кредиту и доходов), относящихся к разным временным промежуткам, без соответствующей корректировки. Следовательно, решение проблемы должно заключаться в обеспечении сопоставимости этих денежных потоков.

Сопоставимость должна быть обеспечена на двух этапах кредитной сделки: при определении суммы кредита, на которую может претендовать заемщик, и в процессе обслуживания долга. При этом важно учитывать специфику денежных потоков: в момент оценки кредитоспособности они являются расчетными, что теоретически допускает применение оценки по будущей стоимости, однако в момент платежа требуется оперировать фактическими потоками, что делает предпочтительным применение текущей стоимости для их корректировки.

Текущая стоимость любого платежа по кредиту может быть рассчитана на основе формулы:

$$PV(P_t) = \frac{FV(P_t)}{\Pi_{t=1}^n (1 + \pi_t)}, \quad (1)$$

где $PV(P_t)$ – текущая (приведенная) стоимость t -го платежа по кредиту; $FV(P_t)$ – будущая стоимость t -го платежа по кредиту; π_t – уровень инфляции за период времени t ; n – срок кредита.

После приведения к текущей стоимости будущие потоки платежей могут быть суммированы:

$$\sum_{t=1}^n PV(P_t) = \frac{\sum_{t=1}^n \left(\frac{Cr}{n} + Cr \times \left(1 - \frac{t-1}{n} \right) \times \frac{i_t}{12} \right)}{\Pi_{t=1}^n (1 + \pi_t)}, \quad (2)$$

где Cr – основная сумма долга; i_t – номинальная процентная ставка в период времени t .

Поделив сумму платежей, рассчитанную по формуле 2, на количество платежных периодов и применив стандартный подход к расчету максимально доступной суммы кредита, можно получить алгоритм расчета максимальной возможной для заемщика суммы кредита, откорректированный с учетом стоимости денег во времени:

$$Cr \leq \frac{s \times Inc_0}{\sum_{t=1}^n PV(P_t) / n}, \quad (3)$$

где s – стандарты банка, определяющие максимальное значение отношения платежа по кредиту к доходу заемщика; Inc_0 – подтвержденный доход заемщика в момент принятия решения о выдаче кредита.

Практическое применение подхода, описываемого формулой 3, сопряжено с двумя сложностями.

1. Для расчета текущей стоимости потока платежей по кредиту необходимо иметь прогноз инфляции и номинальных процентных ставок на весь срок кредита, что практически неосуществимо.

2. Формула 3 основана на усредненных параметрах платежной нагрузки, однако, как известно, применение номинальных ставок в условиях инфляции

¹Окончание. Начало см.: Пleshkun, А. Процентная ставка в условиях инфляции: противоречия и проблемы // Банкаўскі веснік, 2013, № 21 (602). С. 18–28; Процентная ставка в условиях инфляции: опыт Республики Беларусь // Банкаўскі веснік, 2013, № 22 (603). С. 8–17.

²См. там же.

распределяет платежную нагрузку крайне неравномерно. Это не имеет значения на этапе расчета максимально доступной суммы кредита (в этот момент оценивается платежеспособность клиента), но может породить проблемы на этапе его обслуживания. Поэтому появляется необходимость введения дополнительных условия, задающего ограничение на размер каждого платежа по кредиту по отношению к доходам заемщика:

$$FV(P_t) \leq s \times Inc_t, \quad (4)$$

где Inc_t – доход заемщика за период времени t .

Попытки практической реализации требований, отраженных в формуле 4, предпринимались во многих странах мира в период высокой инфляции. Метод применялся для долгосрочного жилищного кредитования и получил название ипотеки с двойной индексацией (*double-indexed mortgage, или dual index mortgage; DIM*). Его активно использовали в Польше, Мексике, Израиле, Турции, Гане [1–3]. Расчетный платеж по таким кредитам определялся исходя из действующих на рынке ставок, однако фактический платеж не мог расти быстрее, чем индекс доходов.

Метод ипотеки с двойной индексацией позволяет преодолеть проблему «платежного шока», однако он не решает проблемы доступности кредита и, кроме того, сопряжен с рядом сложностей в реализации. Во-первых, он чувствителен к асинхронной динамике доходов и процентных ставок, что требует повышенного внимания и осторожности при определении его параметров в процессе моделирования условий (со стороны банков), а также постоянного и тщательного надзора (со стороны регулирующих органов). Во-вторых, в отдельные периоды метод может создавать дополнительные сложности для банков в области управления ликвидностью и бухгалтерского учета доходов, поскольку в условиях высокой инфляции в первые несколько лет будет наблюдаться негативная амортизация долга (это потребует наращивания

ресурсной базы даже при отсутствии выдачи новых кредитов). В-третьих, метод является сложным как для заемщиков, так и для кредиторов. Международный опыт применения ипотеки с двойной индексацией был в целом успешным и позволял поддерживать долгосрочное кредитование в условиях высокой и нестабильной инфляции. Вместе с тем известны случаи, когда неверное применение *DIM* приводило к коллапсу (например, в Мексике).

Таким образом, анализ показывает, что без изменения конструкции номинальной процентной ставки не удастся решить проблему ее чувствительности к уровню инфляции. Следовательно, требуется качественно иное решение. Составными элементами номинальной процентной ставки являются реальная ставка и инфляционные ожидания. При этом реальная ставка измеряет цену денег и неотделима от сущности процентной ставки, в то время как инфляционные ожидания предназначены для компенсации обесценения основной суммы долга в условиях инфляции. Это приводит к мысли о возможности изменения характера работы элемента номинальной процентной ставки, отвечающего за компенсацию инфляционных потерь, чего можно достичь, внедрив механизм индексации основной суммы долга на величину фактической инфляции. В результате конструктивной должна стать реальная процентная ставка.

Максимально доступная заемщику сумма кредита рассчитывается в данном случае по формуле 5, а периодический платеж по кредиту – по формуле 6.

$$Cr \leq \frac{s \times Inc_0}{\frac{1}{n} + \frac{r}{12}}, \quad (5)$$

где r – реальная процентная ставка.

$$FV(P_t) = Cr \times \prod_{t=1}^n (1 + \pi_{t-1}) \times \left(\frac{1}{n} + \frac{n-t+1}{n} \times \frac{r}{12} \right). \quad (6)$$

В международной практике такой подход получил название

финансовой индексации. Логика его работы состоит в следующем: периодически (обычно каждый платежный период, но иногда реже) происходит индексация основной суммы долга на величину фактического изменения в избранном ценовом индексе³, после чего на проиндексированную основную сумму долга происходит начисление процентов по реальной ставке.

Для лучшего понимания механизма работы финансовой индексации можно привести пример: пусть методом финансовой индексации выдан кредит на сумму 1 млн. руб. сроком на 6 месяцев, реальная ставка – 8% годовых. Основная сумма ежемесячно индексируется на изменение индекса потребительских цен (ИПЦ) за предшествующий месяц и погашается равными платежами, проценты начисляются на остаток основной суммы долга и уплачиваются ежемесячно. Допустим, что фактическая динамика индекса потребительских цен в течение срока обслуживания кредита и в месяц, предшествующий выдаче, была равномерной и равной 1,5% в месяц. Динамика платежей по кредиту, а также их составляющих представлена в таблице 1.

Порядок расчетов выглядит следующим образом. В начале платежного месяца основная сумма долга на начало предшествующего месяца индексируется на фактическое изменение индекса потребительских цен, после чего месячная сумма погашения основного долга определяется путем деления проиндексированного остатка долга на количество месяцев, остающихся до истечения срока действия кредитного договора. Проценты начисляются на проиндексированный остаток долга за 1 месяц исходя из реальной ставки 8% годовых. Сумма платежа в счет погашения основной суммы долга и начисленных процентов составляет общий платеж по кредиту в текущем месяце. Проиндексированный остаток долга за минусом погашения основной суммы долга в текущем месяце дает остаток долга на начало следующего месяца.

³ Использование ценового индекса является типичным, но не единственным вариантом. Стоимость контракта может быть привязана «...к любому индексу, например заработной плате, товарам, иностранным валютам» [4, с. 5].

Таблица 1

План погашения условного кредита методом финансовой индексации

Месяц	Изменение ИПЦ за предшествующий месяц, %	Остаток основной суммы долга на начало месяца, руб.	Платеж в счет погашения основной суммы долга, руб.	Процентный платеж, руб.	Совокупный платеж по кредиту в текущих ценах, руб.	Совокупный платеж по кредиту в ценах на момент выдачи кредита, руб.
1	1,5	1 000 000	169 167	6 667	175 833	173 235
2	1,5	845 833	171 704	5 639	177 343	172 140
3	1,5	686 817	174 280	4 579	178 859	171 045
4	1,5	522 839	176 894	3 486	180 380	169 951
5	1,5	353 788	179 547	2 359	181 906	168 856
6	1,5	179 547	182 241	1 197	183 438	167 761
Итого:	-	-	1 053 832	23 925	1 077 758	1 022 989

При таком подходе в работе процентного механизма происходят коренные изменения. Отпадает необходимость в определении ожидаемого уровня инфляции, что повышает стабильность и прогнозируемость банковской деятельности и уменьшает риск ошибки при установлении уровня процентных ставок, снижает размах и частоту их колебаний, повышая стабильность банковской деятельности. Свое полное решение находит проблема доступности кредита. Эффективность работы процентного механизма перестает зависеть от уровня и динамики инфляции, исчезает риск вынужденного смещения реальной процентной ставки в отрицательную область. Острота проблемы «платежного шока» резко снижается, поскольку в рамках финансовой индексации решена проблема сопоставимости денежных потоков. Кредит становится дешевле за счет исключения инфляционной риск-премии. Устраняется двойственный характер процентной ставки, она начинает означать лишь одно – цену денег.

В таблице 2 отражены изменения, связанные с переходом к финансовой индексации. Видно, что подход способен обеспечить радикальное снижение процентной ставки и общей стоимости заимствования.

Ставка резко снижается, так как из ее структуры исключаются все элементы, связанные с инфляцией (контрактной становится реальная процентная ставка). Общая стоимость заимствования снижается, поскольку из ее структуры исключается инфляционная риск-премия. Это становится возможным, потому что переход к применению механизма индексации позволяет наладить компенсацию обесценения основной суммы долга на основе фактической (а не прогнозируемой в будущем) инфляции и, как следствие, исключить риск ускорения инфляции в будущем.

Применение финансовой индексации позволяет устранить необходимость использования компенсационных механизмов,

что должно снизить издержки и риски, повысить качество денежно-кредитной (через улучшение работы процентного канала) и налогово-бюджетной (через уменьшение нагрузки на бюджет за счет снижения объемов льготного кредитования) политики, увеличить эффективность антиинфляционной политики (через повышение доверия к национальной валюте, снижение долларизации).

Финансовая индексация также усиливает стимулы к сбережению. «В странах с высокой инфляцией или гиперинфляцией долговые инструменты, индексированные на инфляцию или изменение обменного курса, могут являться единственным жизнеспособным способом стимулировать сбережения в национальной валюте» [4, с. 8]. Ряд экономистов (например, Э. Самуэльсон, М. Фридман) отмечали также социальные выгоды от внедрения финансовой индексации, поскольку наименее защищенные социальные группы зачастую в

Таблица 2

Функциональное наполнение механизмов, связанных с действием процента

Функция	Механизмы, отвечающие за выполнение функции	
	стандартный способ	финансовая индексация
Компенсация ожидаемого инфляционного обесценения	Процентная ставка	Индексация основной суммы долга
Компенсация риска ускорения инфляции в будущем	Процентная ставка	-
Обеспечение реального дохода	Процентная ставка	Процентная ставка

наибольшей степени страдают от последствий инфляции [4, с. 8].

Практическая апробация метода финансовой индексации была осуществлена многими странами. Так, в наиболее полной форме этот метод применяли Исландия [5], Чили [6], Израиль [7], Бразилия, Италия [8].

Можно выделить несколько способов применения финансовой индексации. На ипотечном рынке – это так называемый кредит с учетом уровня цен (*price level adjustable mortgage, PLAM*), который применялся в Колумбии, Израиле, Бразилии, Мексике, Италии и Австралии. Еще одна область ее применения – государственные индексированные облигации (*Treasury Inflation Protected Securities, TIPS*), активное использование начиная с 1990-х гг. Помимо этого, в некоторых государствах финансовая индексация применялась комплексно: на депозитном, кредитном рынках (как для населения, так и для предприятий), а также на рынке государственных облигаций. Масштабы развития индексированных продуктов во многих странах значительны. Так, в 2010 г. доля индексированных облигаций в государственном долге центрального правительства составляла: в Чили – 50,6%, в Израиле – 33,2, в Швеции – 20,5, в Великобритании – 17,9, во Франции – 13,5, в Австралии – 8,4, в Канаде – 7,6, в США – 6,6% [9, с. 4].

Продемонстрировать, насколько хорошую защиту от инфляции обеспечивает применение финансовой индексации, может расширенная версия анализа, представленного в первом разделе данного исследования [10, с. 21]. Так, если попытаться определить государства, в которых фактическое развитие кредита было устойчиво выше расчетного максимума⁴ на уровнях инфляции от 30 до 120%⁵, получим следующий список: Уругвай, Израиль, Бразилия, Исландия, Аргентина. Каждая из этих стран широко использовала финансовую индексацию, которая «позволяет создавать инструменты, практически полностью свободные от инфляционного риска» [11].

Вместе с тем финансовая индексация сама по себе не является решением проблемы инфляции. Более того, в академической литературе сформулирован ряд доводов против ее применения. В сжатом виде они выглядят следующим образом.

1. «Индексация может свидетельствовать об отсутствии приверженности правительства ценовой стабильности или ослаблять «веру» рынка в иной номинальный «якорь», такой как фиксированный обменный курс. Облегчая последствия инфляции, она ослабляет мотивацию правительства и общества к достижению стабильных цен» [4, с. 18, 19]. Контраргументом служит то, что индексированные инструменты устраняют намерение инфлировать [4, с. 20]. Это намерение уменьшается в той мере, в какой контракты с отрицательной реальной процентной ставкой замещаются индексированными контрактами с положительным реальным процентом [12].

2. «Несмотря на то, что индексация предоставляет агентам механизм для борьбы с негативными последствиями изменения уровня цен, ни одна система индексации не может быть совершенной настолько, чтобы полностью изолировать экономику от реальных эффектов, вызванных инфляцией, особенно очень высокой инфляцией. В предельных случаях, при гиперинфляции, индексация неизбежно разрушается благодаря лагам, с которыми индексированы подобные контракты» [4, с. 21]. Данный тезис сложно оспорить, и он еще раз подтверждает тот факт, что финансовая индексация не является главным способом борьбы с инфляцией, она – лишь один из элементов полного пакета мер антиинфляционной политики.

3. Индексация может также исказить распределение кредита, если избирательно применяется на рынке капитала [4, с. 21]. Это замечание актуально, поскольку многие страны вводили ограничения на применение индексации (секторальные, по срокам финансовых инструментов и другие).

4. С проблемами также могут столкнуться банки, осуществляющие несбалансированные активно-пассивные операции с индексированными инструментами. «Волатильность результирующих финансовых потоков в банковской системе может значительно влиять на платежеспособность банков, как это случилось в Чили в середине 1970-х и в Израиле в ранние 1980-е» [4, с. 21]. Следует отметить, что риски подобного рода, возникающие вследствие фондирования активных операций за счет ресурсов с отличающимися параметрами (валюта, сроки, способ установления процентной ставки), внутренне присущи банковской системе, однако финансовая индексация в определенной степени усложняет «правила игры», что требует повышенного внимания как от банков, так и от регулятора.

Потенциал применения финансовой индексации в Республике Беларусь

В Республике Беларусь имеются предпосылки для применения финансовой индексации, а именно: высокая и нестабильная инфляция, низкая сберегательная активность экономических агентов, высокая степень финансовой долларизации, низкая доступность рыночного кредита при активном развитии льготного кредитования, отсутствие на финансовом рынке инструмента в национальной валюте, сохраняющего покупательную способность.

Внедрение финансовой индексации в таких условиях способно облегчить решение каждой из этих проблем.

Систематизируем преимущества, которые могут быть достигнуты при внедрении финансовой индексации в Республике Беларусь.

1. *Появление финансовых инструментов, номинированных в национальной валюте, характеризующихся стабильно положительной реальной процентной ставкой.* Это создаст благоприятные стимулы для роста сбережений в национальной валюте и снижения

⁴ Страны, которые имели высокий уровень развития кредита до ускорения инфляции и быстро потеряли его после роста уровня инфляции (Индонезия, Болгария, Сербия, Хорватия), не учитывались.

⁵ Анализ при дальнейшем ускорении инфляции не очень продуктивен, поскольку расчетное значение доступности кредита падает до низкого уровня.

степени долларизации депозитов. Стабильность положительного уровня реальной процентной ставки у индексируемых депозитов является важным аспектом, позволяющим рассчитывать на повышение склонности к сбережению, поскольку существуют доказательства того, что отрицательные в реальном выражении процентные ставки существенно снижают уровень сбережений [11, с. 34]. Можно также ожидать удлинения сроков привлечения депозитов, что имеет существенное значение для развития рынка капиталов и стимулирования инвестиционного процесса.

2. Появление кредитного продукта с доступными ставками в национальной валюте. Процентные ставки по индексируемым кредитам могут быть установлены на уровне 7-8% годовых. Этот диапазон рассчитан следующими методами:

- исходя из темпов экономического роста (согласно представлениям о сбалансированном развитии реального и финансового секторов, реальная ставка в долгосрочном периоде должна быть сопоставима с темпами экономического роста). В этом случае процентная ставка при кредитовании по методу финансовой индексации в текущих условиях может составить около 7-8% (около 5% – оценка долгосрочных темпов экономического роста плюс 2-3 процентных пункта процентного спреда банка);
- исходя из альтернативной стоимости заимствования. Ставка по кредитам коммерческим организациям в свободно конвертируемой валюте за январь – декабрь 2012 г. находилась на уровне 8,9%. Чтобы получить оценку реальной ставки и риск-премии, связанной с невозвратом кредита, необходимо вычесть инфляцию в США (в 2012 г. составила 1,7%), что в результате дает уровень 7,2%.

Таким образом, оба способа дают сопоставимый уровень ми-

нимальной границы процентной ставки для кредитования по методу финансовой индексации в 7-8% годовых. Учитывая тот факт, что внедрение может быть связано с дополнительными непредвиденными затратами и потенциальными рисками, можно несколько расширить диапазон процентных ставок на этапе внедрения кредитования по методу финансовой индексации до 7-9% годовых в национальной валюте. Снижение процентной ставки значительно повышает доступность кредита, при этом ключевое значение имеет тот факт, что эффект достигается за счет адаптации механизма установления процентной ставки к условиям высокой инфляции, а не за счет смягчения процентной политики. Это позволяет получить положительный результат без нарастания рисков. В условиях, когда ставка рыночного кредита на срок более 3 лет составила 35% годовых, работник со средней заработной платой по республике в мае 2013 г. мог претендовать на получение в кредит сроком на 20 лет суммы в 68,9 млн. руб.⁶ В то же время при выдаче подобного

кредита по методу финансовой индексации при реальной ставке 8% годовых тот же гражданин получил бы в кредит 240,5 млн. руб., то есть в 3,5 раза больше⁷.

3. Повышение стабильности доступности кредита в национальной валюте. При стандартном способе кредитования доступность кредита изменяется в широких пределах: с ростом номинальной ставки она падает, со снижением – растет. На основании соответствующих расчетов (результаты представлены на рисунке 1) можно сделать вывод, что при использовании финансовой индексации максимальная сумма кредита, доступная заемщику, практически не меняется даже в периоды финансовой нестабильности. Коэффициент вариации доступности кредита для способа финансовой индексации составляет 8% по сравнению с 54% для стандартного способа.

4. Повышение стабильности динамики платежной нагрузки по кредитам в национальной валюте. Это происходит потому, что платеж по кредиту, выданному с помощью метода финансовой

Отношение максимально доступной суммы кредита к среднемесячной заработной плате при стандартном способе кредитования и финансовой индексации (срок кредита – 20 лет)

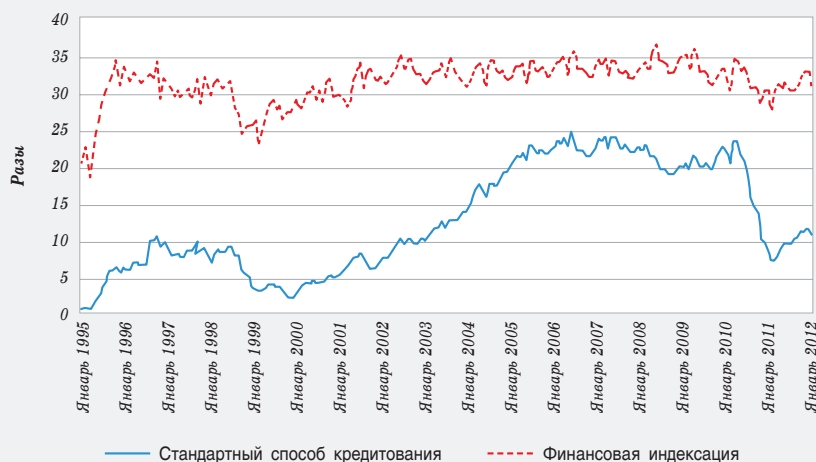


Рисунок 1

⁶ Рассчитано по методу финансовой ренты (что при прочих равных условиях увеличивает максимально доступную сумму кредита) исходя из предположения, что в расчет берется средний доход за последние 6 месяцев, а заработная плата является единственным источником дохода. Максимально доступная сумма кредита определялась исходя из требования, чтобы ежемесячный платеж не превышал половины выплаченной заработной платы. Вычеты из заработной платы, иные чем подоходный налог, не учитывались.

⁷ Здесь и далее в качестве иллюстрации приведены расчеты для кредитов, выдаваемых физическим лицам. Для юридических лиц выводы будут схожими.

индексации, состоит из платежа по основной сумме долга, которая индексируется на уровень фактической инфляции за предыдущий месяц, и процентного платежа при неизменной реальной ставке. Таким образом, единственная переменная величина – фактический уровень инфляции предшествующих периодов. Однако номинальные доходы очень тесно коррелируют с уровнем инфляции (растет инфляция – растут доходы). Поэтому по отношению к доходам платеж по кредиту, выданному методом финансовой индексации, демонстрирует относительное постоянство. Если же сравнить данную ситуацию со стандартным способом, то последний покажет значительно более высокую волатильность. Результаты соответствующих расчетов приведены на *рисунке 2*. Фактически метод финансовой индексации ни разу не продемонстрировал роста платежной нагрузки выше исходного уровня, составляющего 50%, в то время как для стандартного способа такое превышение наблюдалось в 2011 г. Коэффициент вариации отношения платежа по кредиту к среднемесячной заработной плате для способа финансовой индексации составляет 16% по сравнению с 48% для стандартного способа. Необходимо подчеркнуть, что такая разница достигнута, невзирая на то, что реальная процентная ставка у стандартного способа была отрицательной (по сути, кредиты субсидировались), в то время как финансовая индексация оперирует положительной реальной процентной ставкой.

5. Снижение операционных расходов банков. Причина в том, что применение стандартной схемы кредитования в условиях высокой инфляции приводит к падению доступности кредита (невозможно взять в кредит крупную сумму) при быстром обесценении остатка долга (следствие отрицательной реальной ставки). Это создает предпосылки для постоянного «докредитовывания» заемщиков. В итоге отношение выдачи кредита к остаткам задолженности (количество оборотов кредита по выдаче) поддержива-

Платежная нагрузка через год после выдачи кредита при стандартном кредитовании и финансовой индексации (срок кредита – 20 лет)



Рисунок 2

ется на повышенном уровне. Вторым фактором, обуславливающим такую ситуацию, является уменьшение срока выдачи кредита при росте номинальной ставки (как было показано в первом разделе исследования⁸, в этих условиях в первую очередь падает доступность долгосрочного кредита).

Эмпирически подтвердить высказанное предположение можно следующим образом. Эффект, описанный выше, обусловлен применением номинальных ставок при высокой инфляции и не распространяется на кредиты, выданные в иностранной валюте. Поэтому должна присутствовать положительная корреляция между инфляцией и отношением количества оборотов кредита по выдаче в национальной и иностранной валютах. Согласно расчетам за период с I квартала 2002 г. по I квартал 2013 г., коэффициент корреляции между данными показателями составляет 0,5, а после контроля фактора разности в сроках выдачи рублевого и валютного кредитов возрастает до 0,71⁹.

Из этого следует вывод, что переход к финансовой индексации позволит сократить выдачу кредитов в отношении к объему кредитной задолженности, то есть поддержание эквивалентного объема кредитной задолженности потребует меньше работы. Это должно повлечь за собой сокра-

щение операционных издержек на рубль выдаваемого кредита и способствовать либо удешевлению кредитования, либо повышению рентабельности банковской деятельности.

6. Уменьшение сферы действия льготного кредитования. Снижение процентной ставки, достигаемое в случае внедрения кредитования по методу финансовой индексации, либо повышению способности основной суммы долга, встроенным в указанный метод, должно способствовать общему оздоровлению кредитных отношений. Так, можно ожидать уменьшения стимулов к развитию льготного кредитования, поскольку при радикальном снижении ставок разница между ставками льготного и рыночного кредитов уменьшается еще сильнее (например, при ставках в 30% годовых по рыночным кредитам и 5% годовых по льготному кредиту разница между ними составляет 25 процентных пунктов; при снижении ставок по рыночным кредитам до 7–9% эта разница составит 2–4 процентных пункта). Это устраняет такой «вынужденный» мотив применения льготного кредитования, как желание сделать кредит доступнее, поскольку применение финансовой индексации резко улучшает доступность кредита. Льготное кре-

⁸ Плешкун, А. Процентная ставка в условиях инфляции: противоречия и проблемы // Банкаўскі веснік, 2013, № 21(602). С. 18–28.

⁹ Инфляция определялась как изменение индекса потребительских цен за квартал (показатель был взят с лагом в один квартал).

дитование в целом желательно перевести на принципы финансовой индексации. В таком случае льготирование процентной ставки не будет означать обесценения основной суммы долга, что приведет к значительному оздоровлению не только кредитных, но и финансовых отношений.

7. *Уменьшение долларизации кредитов.* Для заемщиков, чьи доходы номинированы в белорусском рубле, валютный кредит является сверхдорогим и содержит повышенный риск [12]. Поскольку финансовая индексация способна устранить обе причины развития валютного кредита (высокая доступность и наличие кредитных ресурсов в валюте), стимулы к его росту исчезают, в то время как стимулы к его снижению (высокая цена и риск) продолжают действовать. Это позволяет утверждать, что индексированные кредиты в белорусских рублях будут вытеснять валютные. Вкупе с уменьшением доли валютных депозитов это приведет к падению финансовой долларизации, что, в свою очередь, снизит валютный риск, уменьшит чувствительность экономических агентов к динамике обменного курса белорусского рубля и в перспективе создаст основания для повышения степени его гибкости.

8. *Уменьшение инфляционного давления.* Этому будет способствовать действие следующих факторов:

- поддержание долгосрочных реальных процентных ставок на положительном уровне (приводит к устранению разрыва фондирования по национальной валюте, что прекращает инфляционную цикличность, механизм которой был раскрыт во второй части статьи);
- уменьшение передаточного эффекта от девальвации к инфляции (снижение долларизации и сбалансированность кредитно-депозитных операций в национальной валюте устраняют необходимость в применении инфляционных способов финансирования убытков, которые могут возникнуть вследствие балансового эффекта при девальвации национальной валюты);
- оздоровление льготного кредитования, выражающееся в сни-

жении объема его субсидирования, уменьшает потребность в использовании инфляционных механизмов финансирования возникающих убытков;

- снижение степени лояльности общества к инфляции за счет уменьшения числа экономических агентов, которым она может принести выгоду (стоимость контрактов, основанных на финансовой индексации, от динамики инфляции не зависит).

9. *Возможность извлечения информации об инфляционных ожиданиях из разницы процентных ставок по индексированным и неиндексированным инструментам.* Это является важным при проведении денежно-кредитной политики. Вместе с тем следует отметить, что данная возможность будет реализована лишь в случае, если рынок индексированных инструментов будет достаточно емким и полным.

Отдельного анализа заслуживает одновременное повышение доступности кредита и достижение положительной реальной процентной ставки при выдаче кредита методом финансовой индексации. Как было показано, следствием первого изменения является значительный (в 2-3 раза) рост максимально доступных заемщику сумм. На первый взгляд, из этого можно сделать вывод, что в случае внедрения финансовой индексации объем кредитования вырастет на сопоставимую величину. Однако здесь необходимо учитывать действие второго фактора, а именно рост цены кредита (реальной процентной ставки). Поскольку долгосрочная реальная процентная ставка в Республике Беларусь до сих пор являлась отрицательной даже в сегменте рыночного кредитования, предлагаемый уровень в 7-8% годовых по методу финансовой индексации отражает существенный рост цены кредита. В этой связи можно ожидать ухода с рынка части заемщиков, ориентирующихся сегодня на субсидируемый кредит с отрицательной реальной ставкой. Одновременно усилятся сберегательные стимулы. В результате это приведет к корректировке спроса на кредит и предложения ресурсов для кредитования, что позволит повысить степень их сбалансированности и

уменьшит формирование в банковской системе инфляционных импульсов.

Внедрение в Республике Беларусь продуктов, основанных на финансовой индексации, может быть связано с рядом сложностей и потенциальных рисков. Систематизируем их основные области.

1. *Синхронизация развития депозитных и кредитных инструментов, основанных на индексации.* Несмотря на то, что возможность фондирования индексированных кредитов за счет неиндексированных депозитов существует, уровень сложности при управлении таким балансом достаточно высок. Поэтому безопасной рекомендацией будет обеспечение согласованного развития рынка ресурсов и кредитного рынка. Со стороны ресурсов определенную поддержку индексированным инструментам может оказать Правительство путем эмиссии индексированных облигаций. Опыт зарубежных стран показывает, что данный шаг способен значительно облегчить развитие инструментов, базирующихся на финансовой индексации, на стадии их внедрения.

2. *Научная проработка архитектуры инструментов, базирующихся на финансовой индексации, обеспечение совместимости продукта с законодательством.* При построении индексированных продуктов требуется решить множество технических вопросов, имеющих непосредственное отношение к эффективности работы будущего инструмента. Понадобится выбрать конкретный ценовой индекс, решить проблему лагов (индекс может быть применен только с задержкой), определить сферу действия индексированных продуктов (распространять ли их действие исключительно на долгосрочные инструменты или допустить применение ко всему спектру депозитов и кредитов), оценить совместимость финансовой индексации с действующим законодательством и т. п.

3. *Необходима качественная коммуникация с пользователями.* Это подразумевает подробное информирование заемщиков и вкладчиков об отличиях индексированных инструментов от стандартных.

4. *Потенциальная неконкурентоспособность индексируемых депозитов в периоды очень высоких процентных ставок.* Поскольку долгосрочная реальная процентная ставка по депозитным инструментам в национальной валюте в Республике Беларусь является отрицательной, индексируемые депозиты по определению обладают преимуществом перед ними. То, что в периоды дезинфляции процентные ставки по стандартным инструментам высоки, будет приводить к временному повышению спроса на последние. При этом даже в подобные периоды сохраняется возможность для развития индексируемых депозитов:

подходящими свойствами обладают долгосрочные инструменты (например, система строительных сбережений).

5. *Потенциальные риски, присущие индексируемым кредитам.* Для их выявления был проведен стресс-тест двух схем кредитования (номинальная ставка и финансовая индексация) для кредита, выдаваемого на срок 20 лет, по следующим сценариям:

- «дезинфляция плюс одномоментный существенный шок дохода» – высокая инфляция в первый год (50%) сменяется стабильной инфляцией на уровне 10% в год в последующие периоды, реальные

доходы падают в первый год на 25% и в последующие периоды не растут;

- «низкая инфляция и перманентный существенный шок дохода» – инфляция является стабильно низкой на протяжении всего периода кредитования (5% в год), реальные доходы ежегодно снижаются на 2%, что за 20 лет дает падение реального дохода на 33%;
- «резкий скачок инфляции в середине периода при стабильных реальных доходах» – инфляция остается в целом стабильной (10% в год), однако в 8, 9 и 10-м годах (с момента выдачи кредита) подсакивает до 150, 100, 50% в год соответственно, реальные доходы неизменны на протяжении всего периода кредитования.

Реальная процентная ставка по кредиту во всех сценариях и для обоих методов кредитования принималась равной 8% годовых. Расчеты для кредита под номинальную ставку осуществлялись по схеме финансовой ренты (метод равных платежей).

Заметно, что кредитование по методу финансовой индексации чувствительно к динамике реальных доходов (рисунок 3). Так, в первом и втором сценариях на рисунке наблюдается повышение уровня платежной нагрузки, а в третьем – стабильность реальных доходов обеспечивает неизменность платежной нагрузки. Более того, в ситуациях дезинфляции или стабильно низкой инфляции (сценарии 1 и 2) метод номинальных ставок демонстрирует лучшее поглощение «шока доходов».

Однако в рамках сценария 1 на рисунке 3 это достигается ценой катастрофической потери доступности кредита: у метода номинальных ставок она в 6,2 раза ниже, чем у метода финансовой индексации. Вместе с тем номинальные процентные ставки не способны абсорбировать резкий «инфляционный шок» в процессе обслуживания кредита, в то время как финансовая индексация с легкостью справляется с ним (сценарий 3). Кроме того, гораздо большая устойчивость динамики платежной нагрузки наблюдается у метода финансовой индексации.

Сценарные расчеты динамики платежной нагрузки для двух методов кредитования

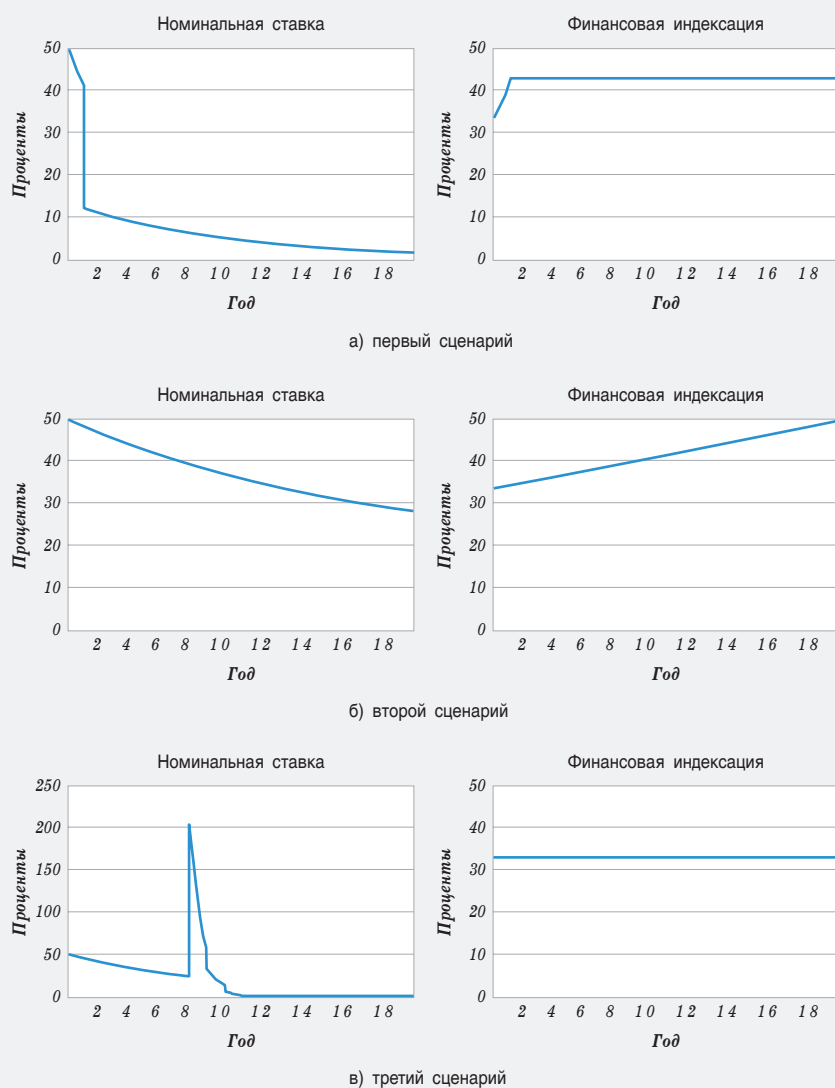


Рисунок 3

Перечисленные особенности позволяют сформулировать следующую рекомендацию. При разработке условий кредитования по методу финансовой индексации следует учитывать потенциальный риск «платежного шока» в случае существенного падения реальных доходов. Избежать реализации риска можно, заложив в условия кредитования «подушку безопасности», выраженную в повышении стандартов кредитоспособности. Так, при определении максимально доступной заемщику суммы кредита в настоящий момент стандартным максимальным значением отношения платежа по кредиту и доходов заемщика является 50%. В сценарных расчетах, результаты которых представлены на рисунке 3, удалось обеспечить защиту от значительных шоков дохода (вплоть до 33%) путем ужесточения этого коэффициента до 33%. В международной практике данный коэффициент по долгосрочному кредитованию устанавливается в диапазоне 25–35%. Это дает достаточную защиту от потенциального падения реального дохода заемщика в будущем.

Выводы

1. Метод финансовой индексации является эффективным способом, позволяющим в значительной степени смягчить недостатки финансовых инструментов, основанных на применении номинальных процентных ставок в условиях высокой инфляции. Теоретический анализ, представленный в данном исследовании, демонстрирует, что применение финансовой индексации в большинстве случаев позволяет добиться нейтрального (нечувствительного) по отношению к инфляции поведения финансовых инструментов, связанных с начислением процентов.

2. Анализ преимуществ и недостатков, а также изучение мирового опыта применения финансовой индексации свидетельствуют, что этот метод в условиях высокой инфляции позволяет стимулировать формирование сбережений, номинированных в национальной валюте, уменьшать степень финансовой долларизации, развивать долгосрочные формы кредитования в национальной валюте, способствовать формированию и развитию рынка капитала. Применение финансовой индексации

является хорошим дополнением к комплексной антиинфляционной политике государства.

3. Наличие ряда предпосылок свидетельствует о том, что применение финансовой индексации в Республике Беларусь может дать положительный эффект. В результате проведенного анализа сделан вывод, что использование инструментов, основанных на финансовой индексации, будет способствовать снижению инфляции, значительному снижению уровня процентных ставок (за счет установления в качестве контрактной ставки уровня реального процента), снижению стоимости заимствования (за счет исключения инфляционной риск-премии из структуры ставок), снижению остроты проблемы льготного кредитования, уменьшению степени финансовой долларизации, повышению склонности к сбережению в национальной валюте, удлинению сроков привлечения ресурсов банками, росту стабильности ряда показателей, характеризующих развитие кредита.

* * *

Материал поступил 14.08.2013.

Источники:

1. Payeras, M. *Housing Finance in Mexico: Current Conditions and Challenges* [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/9909_Mex.pdf
2. Telgarsky, J., Mark, K. *Alternative Mortgage Instruments in High-Inflation Economies* // *Housing Finance International*. September 1991.
3. Chiquier, L. *Dual Index Mortgages: Lessons from International Practice and Conditions of Development in Poland* [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/9809_Pol.pdf
4. *The rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds* / Robert Price, IMF, 1997.
5. Jonsson, B. *Financial Indexation and Interest Rate Policy in Iceland*. Central Bank of Iceland. – Working Papers № 5, October 1999.
6. Walker, E. *The Chilean Experience in Completing Markets with Financial Indexation* // *Indexation, Inflation and Monetary Policy*. – 2002. P. 259–294.
7. Shiffer, Z. *Adjusting to High Inflation: The Israeli Experience* // *Federal Reserve Bank of St.Louis*. – May 1986.
8. Fratzscher, O., Valle, C. *Brazil's Domestic Debt Management Dilemma: Can financial indexation dry the ice?* // *The World Bank*. – November 2002.
9. Bergevin, P., Robson, W. *More RRBs, Please! Why Ottawa Should Issue More Inflation-Indexed Bonds* // *C.D.Howe Institute. Commentary* № 363. – September 2012.
10. Плешкун, А. Процентные ставки в условиях инфляции: противоречия и проблемы // *Банкаўскі веснік*, 2013, № 21(602). С. 18–28.
11. Landerretche, O., Lefort, F., Valdes, R. *Causes and Consequences of Indexation: A Review of the Literature* [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.bcentral.cl/estudios/banca-central/pdf/v2/019_064Lander.pdf
12. Плешкун, А. Процентные ставки в условиях инфляции: опыт Республики Беларусь // *Банкаўскі веснік*, 2013, № 22(603). С. 8–17.