

Сценарные расчеты воздействия ставки рефинансирования на сектора экономики России

Scenario Forecast of Refinancing Rate Effect on Russian Economy

Алексей ВЕДЕВ, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы

Alexey VEDEV, Director, Center of Strategic Investigations, Bank of Moscow

После завершения наиболее острой фазы экономического кризиса и перехода к восстановительному росту реализация Банком России денежно-кредитной политики приобретает особую значимость. Отметим, что существенное воздействие на развитие национальной экономики приобретают все составляющие денежной политики – контроль за обменным курсом рубля, динамика денежного предложения и регулирование процентных ставок.

Ставка рефинансирования ЦБ РФ традиционно играла пассивную роль в новейшей истории российской экономики, выполняя фискальную роль и отражая ожидания денежных властей относительно изменения динамики инфляции и стоимости денег. Подобное положение было обусловлено как низким вкладом финансового сектора в валовой выпуск экономики в целом, так и фактическим отсутствием рефинансирования банковской системы со стороны денежных властей. В последние годы ситуация принципиально изменилась.

Во-первых, заметно возросло воздействие финансового сектора на темпы экономического роста: если в 2005 г. банковские кредиты обеспечивали 20% прироста внутреннего спроса, то в 2007 г. – уже более трети.

Во-вторых, в кризис 2008–2009 годов кардинально изменились как масштабы, так и условия рефинансирования российской банковской системы. Прежде всего, на пике кризиса расширение рефинансирования фактически сыграло определяющую роль для стабилизации банковской системы. На начало 2009 г. доля кредитов ЦБ РФ в совокупных пассивах последней составила 12.3%, и до второй половины 2009 г. Банк России оставался нетто-

кредитором банковской системы. Далее, был существенно расширен список финансовых инструментов, принимаемых в залог для предоставления централизованных кредитов.

В частности, потенциальный объем залоговых инструментов был увеличен в начале кризиса до 1.5 трлн. руб.; в дальнейшем, с ростом рынка рублевых облигаций, эта величина возросла еще более. Поэтому даже в условиях сокращения объема рефинансирования потенциально существующая возможность получения рефинансирования по более низкой ставке уменьшает стоимость денег в экономике.

Снижение ставки рефинансирования оказывает воздействие и на экономику в целом, и на состояние отдельных институциональных агентов. При этом воздействие на сектора экономики различается. В качестве отдельных секторов экономики в настоящем материале рассматриваются банковская система, предприятия реального сектора, домашние хозяйства и внешний мир. Ниже проводятся оценки воздействия снижения ставки рефинансирования на сбережения указанных агентов, кредитную активность банковской системы, возможный приток в страну иностранного капитала.

Инерционный прогноз показывает, что в 2010 г. активы банковской системы могут вырасти на 5%, при том что пассивы увеличатся на 15%. Данная парадоксальная ситуация, немалая с точки зрения бухгалтерского учета, определит вектор развития российской банковской системы, по крайней мере, в течение одного-двух лет. Чисто технически решение обозначенной проблемы возможно тремя способами.

Первый — возрастут активы, прежде всего за счет столь ожидаемого и желаемого денежными властями кредитования нефинансового сектора. В текущей ситуации это приведет к существенному ухудшению качества банковских активов.

Второй — сократятся пассивы. Фактически данный вариант предполагает резкое снижение процентных ставок по депозитам в целях уменьшения объема привлекаемых банковской системой ресурсов (пассивов). Вероятность реализации подобного сценария высока, особенно с учетом того, что такая ситуация уже имела место — например, в 2006–2008 гг., при благоприятном положении на внешних рынках капитала, когда привлекаемые извне ресурсы при стабильном курсе рубля оказывались более дешевыми. На практике речь идет о случаях, когда внутренние сбережения почти не нужны банковской системе (с учетом сохранения фонового уровня депозитов), при этом ставки по депозитам уходят в резко отрицательную область.

Третий — некий компромиссный вариант. Это наиболее реалистичный сценарий, поскольку, с одной стороны, он предполагает определенное оживление в промышленности и, соответственно, рост спроса на банковский кредит, предъявляемого предприятиями. С другой стороны, предполагается падение сберегательной активности населения в силу снижения процентных ставок, что активизирует потребление и спрос на кредит со стороны домашних хозяйств.

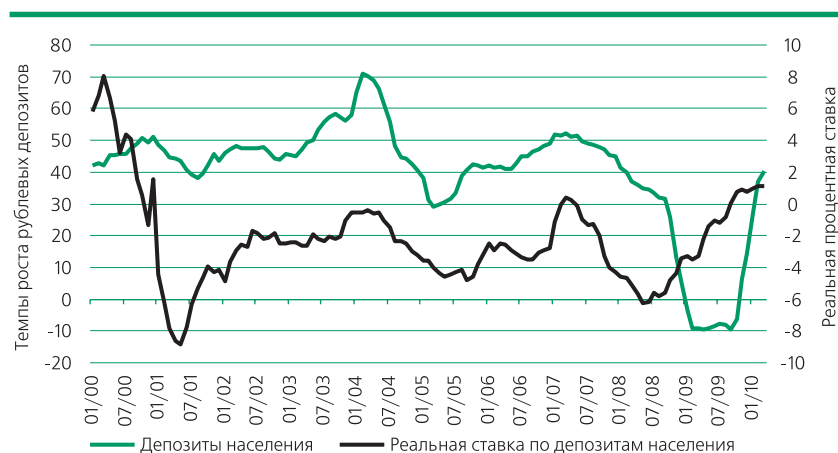
Данный вариант на первый взгляд кажется наиболее очевидным и, фактически, инерционным. Однако это не совсем так. В действительности более инерционными выступают первые два варианта, поскольку предполагают минимальные регулирующие воздействия, реализуемые денежными властями. Содержанием же третьего варианта оказывается выбор модели экономического роста — за счет расширения потребления либо за счет инвестиций. Подобный выбор осложняется обстоятельствами, лежащими вне зоны действия инструментов денежной политики. Так, в случае реализации политики, подразумевающей активизацию экономического роста за счет расширения внутреннего спроса (посредством расширения потребления и кредитования), существует реальная угроза, что значительная

часть прироста внутреннего спроса будет покрываться импортом, особенно в условиях повышения курса рубля. Напротив, в случае стимулирования сбережений сохраняется угроза того, что инвестиционная активность останется на низком уровне и внутренние сбережения окажутся «лишними» для реального сектора и банковской системы. Модель экономического роста за счет инвестиций предполагает не только рост сбережений, но и стимулирование инвестиционной активности — за счет улучшения бизнес-климата в стране, финансовой стабильности, налоговых льгот, участия государства в данном процессе и прочих факторов. Инструменты денежной политики, стимулирующие сбережения, могут оказаться недостаточными для успешной реализации подобной модели.

Воздействие снижения ставки рефинансирования на сбережения экономических агентов

В условиях развития кризиса российская банковская система продемонстрировала свою устойчивость: отток депозитов был на приемлемом уровне, расчеты проводились бесперебойно, не было зафиксировано дефолтов по выплате внешней задолженности. Помощь государства банковскому сектору — а она была значительной (субординированных кредитов было выдано на сумму свыше 900 млрд. руб., свыше 500 млрд. руб. ушло на санацию проблемных банков, 400 млрд. долл. было направлено в уставные капиталы госбанков, кроме того, объем краткосрочных кредитов ЦБ РФ банкам превышал в разгар кризиса 3 трлн. руб.) — показала, что стабильное состояние банковской системы является приоритетной задачей для правительства РФ и подобное положение сохранится в ближайшие годы.

Устойчивость банковской системы в кризисный период определило отношение к данному сектору со стороны прочих институциональных агентов. Прежде всего населения, которое, поверив в устойчивость крупнейших банков, а также получив гарантии от денежных властей о сохранности вкладов, обеспечило значительный прирост сбережений в виде банковских вкладов. Если сберегательная модель потребления населения сохранится в ближайшие один-два года, это приведет к увеличению вкладов в 2010 и 2011 гг. на 15–25%



Источник: данные ЦБ РФ.

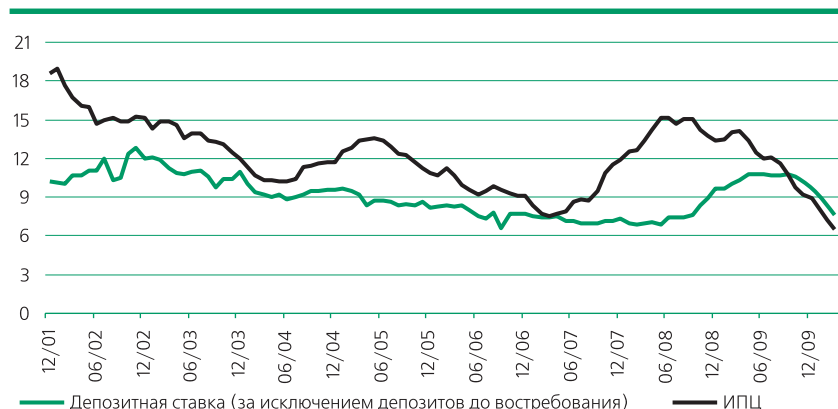
Темпы роста рублевых депозитов населения и реальная процентная ставка по депозитам частных лиц (за вычетом ИПЦ) за 12 месяцев, в %

в зависимости от уровня процентных ставок и инфляции. Однако сохранение подобной модели в ближайшие годы будет определяться не только реакцией населения на кризис, но и уровнем процентных ставок в банковской системе.

Сберегательная активность *домашних хозяйств* в виде рублевых депозитов в банковской системе достаточно чувствительна к реальным процентным ставкам. Реальные процентные ставки по депозитам частных лиц менялись вследствие действия различных факторов.

Во-первых, в зависимости от уровня инфляции — при стабильных номинальных ставках реальные подвержены существенным колебаниям. (Отметим, что в развитых экономиках, напротив, уровень реальных процентных ставок является крайне устойчивым показателем.) Возможность воздействия процентной политики Банка России на уровень потребительской инфляции на протяжении всей новейшей исто-

Динамика номинальных процентных ставок по депозитам населения (за исключением депозитов до востребования) и индекса потребительских цен за 12 месяцев, в %



Источник: данные ЦБ РФ.

рии российской экономики была малозначимым фактором. Кроме того, и темпы роста денежного предложения воздействуют на ИПЦ весьма ограниченно. Более значимо здесь влияние обменного курса рубля — именно валютный курс выступает в последнее десятилетие в качестве «ценового якоря». В частности, ускорение инфляции в середине 2007 г. было вызвано повышением цен на импортное продовольствие (в связи с отменой субсидий Евросоюзом), которое в дальнейшем было ускорено девальвацией рубля. Заметный вклад в потребительскую инфляцию вносят также регулируемые правительством цены на услуги естественных монополий, которые традиционно «добавляют» темпам роста потребительских цен 2–4%.

Во-вторых, уровень процентных ставок определяется складывающейся конъюнктурой и стратегией коммерческих банков. Плавное снижение процентных ставок по депозитам физических лиц в 2006 — первой половине 2008 г. было обусловлено политикой активных заимствований коммерческих банков на внешних рынках: более дешевые и «длинные» иностранные кредиты были более привлекательными, нежели депозиты населения. В результате доля иностранных кредитов в совокупных пассивах банковской системы увеличилась с 12% в начале 2005 г. до 19,5% в середине 2008 г. Соответственно, доля депозитов населения снизилась за тот же период с 30 до 24,4%.

В продолжение кризиса банковская система испытывала недостаток финансовых ресурсов, в связи с чем коммерческие банки резко повысили ставки по депозитам населения. Внешние рынки капитала были закрыты для российских банков, а Банк России предоставлял рефинансирование на короткий срок (за исключением Сбербанка РФ), поэтому сбережения населения в течение кризиса явились основным источником привлеченных средств. Дополнительно, в условиях кризиса домашние хозяйства изменили модель экономического поведения, вновь вернувшись к накопительной модели (последняя подразумевает резкое сокращение спроса на различные банковские кредиты и увеличение нормы сбережений, в том числе и по банковским депозитам). Фактически резкое повышение реальных процентных ставок по депозитам населения (наряду с негативными ожиданиями

в кризисных условиях) обусловило рост сбережений частных лиц в банковской системе.

Сегодня, в условиях относительной стабильности финансовой сферы, снижение Банком России ставки рефинансирования обуславливает и снижение процентных ставок в экономике. И если снижение ставок по кредитам нефинансовому сектору пока не привело к оживлению кредитования (прежде всего из-за высокого уровня кредитных рисков), то негативные последствия снижения процентных ставок по депозитам населения могут проявиться достаточно оперативно. Во-первых, это может вызвать изменение модели экономического поведения частных лиц в противоположном направлении — снижение нормы сбережений и возможный рост потребления, что предопределяет ускорение инфляции. Также отметим, что, традиционно, бо́льшая часть расширения внутреннего спроса будет покрываться импортом, а не отечественной продукцией. Во-вторых, сократится ресурсная база банковской системы. Маловероятно, что снижение темпов роста депозитов населения будет восполняться кредитами Банка России; более вероятно, что уменьшение доли депозитов домашних хозяйств в совокупных пассивах банковского сектора будет компенсироваться внешними займами. Соответственно, структура средств, привлеченных российской банковской системой, может сравнительно быстро приблизиться к предкризисной со всеми присущими последней угрозами и рисками.

Доля ресурсов *внешнего мира* в совокупных пассивах банковской системы на начало 2010 г. соответствовала уровню начала 2005 г. — около 12% при максимальном уровне в 19.5%. Таким образом, возврат доли иностранного капитала на докризисный уровень предполагает чистый приток средств в объеме 50–60 млрд. долл.

Возможность реализации данного сценария будет определяться действием двух противоположных тенденций. С одной стороны, снижение ставки рефинансирования и общего уровня процентных ставок будет уменьшать привлекательность российской финансовой сферы (банковской системы и финансовых рынков) для иностранных инвесторов. С другой стороны, активность российских коммерческих банков на мировом рынке капитала



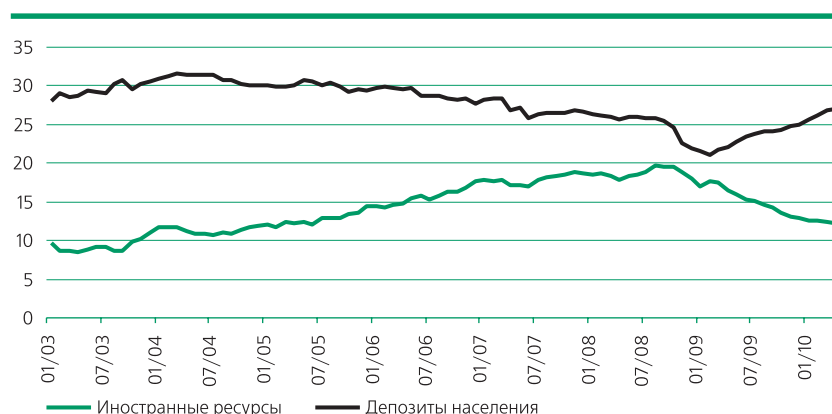
Источник: данные ЦБ РФ, расчеты АЛ «Веди».

обусловит приток на внутренний рынок «внешних» средств. Этому будут также способствовать стабильность банковской системы и устойчивость тренда роста курса рубля по отношению к основным мировым валютам.

Выплаты банковской системы по внешним займам в 2009 г. были значительными (58.9 млрд. долл.), а объем рефинансирования внешних займов был существенно ниже, нежели у российских корпораций (38% у банковской системы против 100% у предприятий). В контексте результатов расчетов по внешней задолженности, которые были зафиксированы в 2009 г., российский банковский сектор вправе ожидать в 2010 г. как благоприятного фона для реструктуризации платежей по внешней задолженности, так и притока новых средств. Несмотря на низкий уровень доходности банковского бизнеса (показатели ROA и ROE),

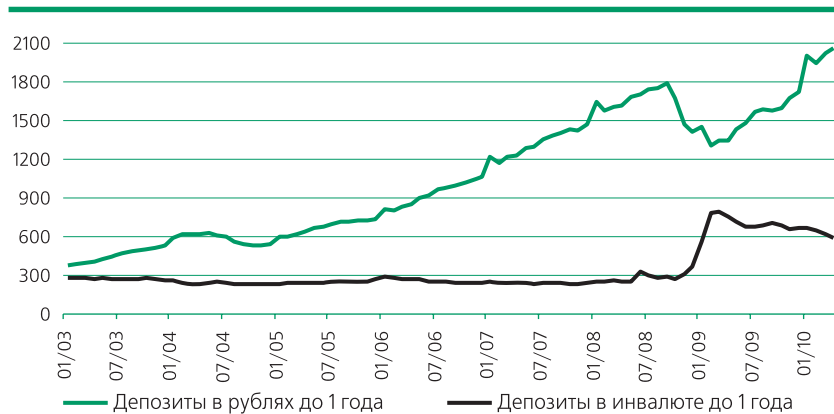
Темпы прироста рублевых депозитов населения в банковской системе – фактические и расчетные данные, в % к соответствующему месяцу предыдущего года

Доля депозитов населения и иностранных ресурсов в совокупных пассивах банков, в % к итогу



Примечание. Иностранные пассивы замещают депозиты населения, но незначительно зависят от ставки рефинансирования.

Источник: данные ЦБ РФ.



Примечание. Валютная структура краткосрочных депозитов определяется стабильностью курса рубля.

Источник: данные ЦБ РФ.

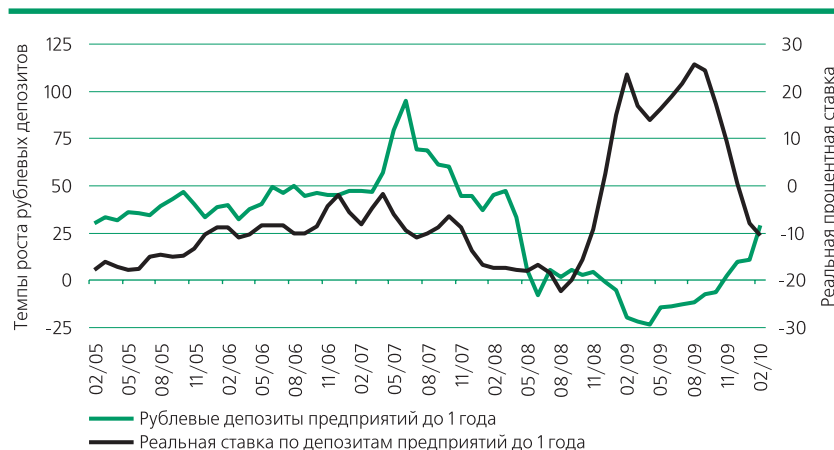
Объемы краткосрочных депозитов предприятий в рублях и иностранной валюте, млрд. руб.

устойчивость национальной банковской системы (подразумевающая и оперативное участие в ее деятельности государства, и благоприятные внешние сырьевые цены) предполагает если не резкий рост иностранных пассивов, то, по крайней мере, их плавное увеличение.

Процентные ставки в незначительной степени воздействуют на объем банковских сбережений *предприятий реального сектора*. Отметим, что само по себе хранение средств корпораций на банковских депозитах с экономической точки зрения бессмысленно: депозиты и кредиты являются располагаемыми ресурсами предприятий, целью которых выступают обслуживание текущего хозяйственного оборота и инвестирование средств в основной капитал.

Объем остатков средств на текущих счетах предприятий в банковской системе определяется динамикой валового выпуска националь-

Реальная процентная ставка (скорректированная на ИЦП) и темпы роста краткосрочных рублевых депозитов предприятий за 12 месяцев, в %



Источник: данные ЦБ РФ.

ной экономики или транзакционным спросом реального сектора на деньги. Распределение указанных финансовых ресурсов между российскими рублями и иностранной валютой зависит от стабильности курса рубля и девальвационных ожиданий, а также от внешнеэкономической конъюнктуры (резкое повышение экспортных цен обуславливает, как правило, некоторое увеличение остатков на текущих счетах в иностранной валюте).

Отметим отсутствие значимой связи между реальными процентными ставками и темпами роста краткосрочных депозитов предприятий. Прежде всего, на протяжении последнего десятилетия (вплоть до ноября 2008 г.) реальные ставки находились в резко отрицательной области. Уровень процентных ставок по текущим счетам скорее отражал конкуренцию между коммерческими банками на рынке расчетно-кассовых услуг, нежели реальные мотивы корпораций к сбережению. Также подчеркнем, что резкий рост реальных ставок в 2009 г. произошел не столько из-за повышения номинальных ставок, сколько из-за дефляции цен производителей.

Ситуация с долгосрочными депозитами предприятий (свыше одного года) несколько иная. Данный вид сбережений корпораций ориентирован на различного вида инвестиционные программы и источники их инвестирования (значительная часть капитальных инвестиций осуществляется из собственных средств предприятий и внешних займов). Соответственно, активизация инвестиционного процесса предопределяет рост объема депозитов в российских рублях, тогда как рост внешних заимствований нефинансовых предприятий — увеличение депозитов свыше года в иностранной валюте. Рост объемов долгосрочных депозитов юридических лиц отражает инвестиционную активность реального сектора.

Так же, как и в случае с краткосрочными сбережениями, динамика депозитов предприятий свыше года в незначительной степени зависит от процентных ставок. Более того, динамика процентных ставок по депозитам практически полностью совпадает со ставками по кредитам. Поэтому снижение Банком России ставки рефинансирования, стимулирующее уменьшение ставок по кредитам, фактически автоматически снижает и депозитные процентные ставки. Однако подчеркнем еще раз,

что объем сбережений предприятий, оставаясь инвариантным к процентным ставкам, определяется инвестиционной активностью, уровнем цен на сырье на мировом рынке, объемами внешних займов.

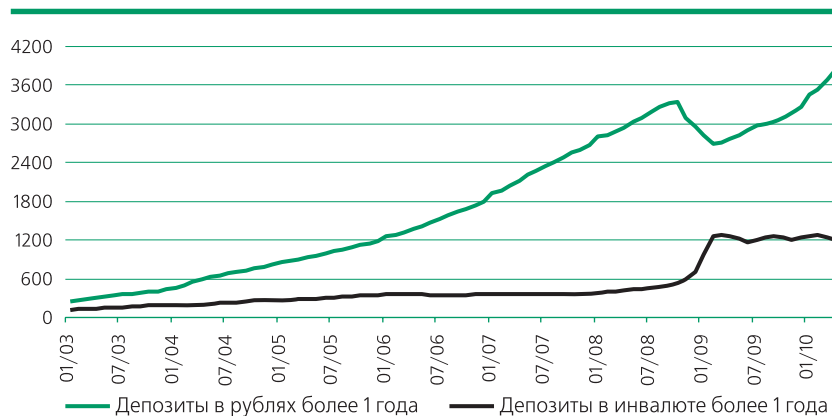
В целом ожидаемый рост номинального ВВП и валового выпуска обусловит динамику изменения остатков на текущих счетах предприятий. Потенциально низкая инвестиционная активность снижает уровень срочных депозитов корпораций, но восстанавливающаяся выручка от экспорта способствует их умеренному росту. Отметим, что ставка рефинансирования играет крайне незначительную роль в изменении объемов сбережений предприятий.

Воздействие ставки рефинансирования на кредитование нефинансового сектора

Основной проблемой, препятствующей росту кредитования в 2010 г., является системный разрыв между параметрами, определяющими предложение и спрос на кредитные ресурсы.

Со стороны предложения российская банковская система располагает относительно дорогими и короткими по срокам пассивами. В процессе протекания экономического и финансового кризиса коммерческие банки в силу складывавшихся обстоятельств переориентировались на внутренние ресурсы: доля депозитов населения в совокупных банковских пассивах возросла в 2009 г. с 21 до 26%; напротив, иностранные ресурсы (традиционно более дешевые и долгосрочные) сократились с 17 до 12%. Ресурсы денежных властей, предоставлявшиеся банковской системе в рамках антикризисных мероприятий, были также весьма дороги и краткосрочны (за исключением кредита Банка России Сбербанку в 500 млрд. руб. на 10 лет по ставке 8.5% годовых; правда, появилась информация о намерении Сбербанк досрочно вернуть кредит акционеру).

Со стороны спроса низкая рентабельность промышленности, неопределенность складывающейся конъюнктуры, в том числе касающейся экономической динамики и темпов инфляции, обуславливают низкий уровень спроса на кредитные ресурсы. Значительный спрос предъявляется на рефинансирование задолженности прошлых лет, но этот вид спроса на кредиты характеризуется высокими рисками. Отметим, что сохраняющийся спрос на



Примечание. Стабильность долгосрочных депозитов предприятий в иностранной валюте в условиях роста курса рубля была обусловлена притоком внешних займов нефинансовых предприятий. Источник: данные ЦБ РФ.

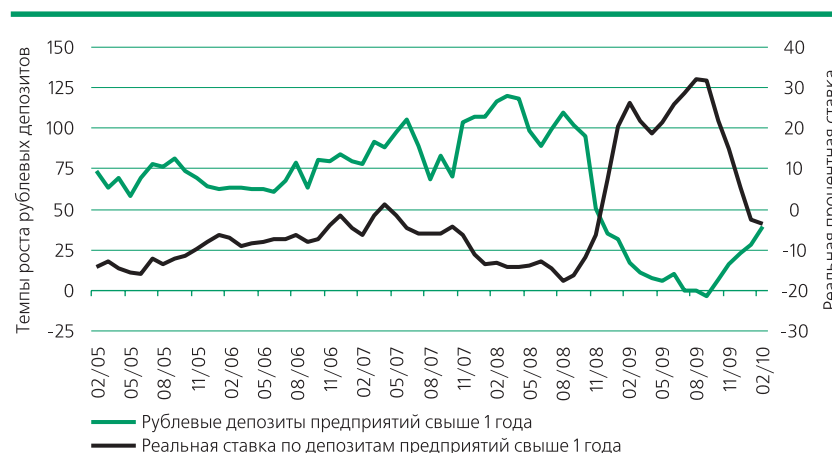
«длинные» и дешевые кредиты не может быть удовлетворен вследствие особенностей структуры и стоимости банковских пассивов.

Данный разрыв постепенно сокращается: предлагаемые кредиты если и не удлиняются по срокам, то процентные ставки по ним заметно снижаются. Одновременно с улучшением экономической конъюнктуры возрастает и рентабельность в промышленности. Тем не менее задолженность предприятий реального сектора по банковским кредитам в 2009 г. практически не изменилась — рост этого показателя составил 0.3%.

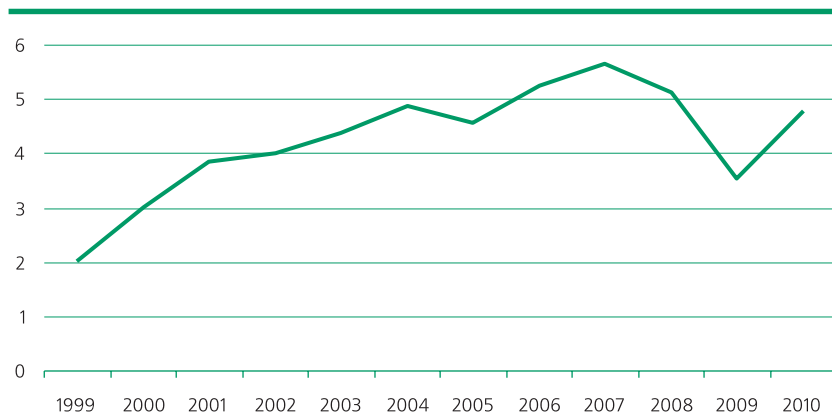
В 2010 г. ожидается оживление кредитования и, согласно нашему прогнозу, рост задолженности предприятий перед банковской системой составит 15%. Однако по структуре кредитов этот рост будет достаточно неоднороден.

Объемы долгосрочных депозитов предприятий в рублях и иностранной валюте, млрд. руб.

Реальная процентная ставка (скорректированная на ИЦП) и темпы роста долгосрочных рублевых депозитов предприятий за 12 месяцев, в %



Источник: данные ЦБ РФ.



Примечание. Краткосрочные рублевые банковские кредиты обслуживают текущий хозяйственный оборот, и их уровень пропорционален валовому выпуску.

Источник: данные ЦБ РФ, Росстата; расчеты АЛ «Веди».

Соотношение краткосрочных рублевых банковских кредитов предприятиям реального сектора и валового выпуска экономики, в %

Рост *рублевых кредитов предприятиям сроком до одного года* ожидается значительным — около 50%. Краткосрочные кредиты обслуживают деловой оборот и устойчиво пропорциональны такому показателю, как валовой выпуск экономики. Отметим, что показатель ВВП здесь является менее точным, поскольку отражает процесс создания добавленной стоимости, но не учитывает промежуточное производственное потребление. Весь 2009 г. характеризовался дефицитом оборотных средств, их восстановление началось лишь в конце года и продолжится в 2010 г. Следуя тенденции, уровень задолженности по рублевым банковским кредитам сроком до года должен выйти, по меньшей мере, на уровень 2006 г.

Банковские кредиты предприятиям в рублях на срок свыше года вырастут в 2010 г. менее заметно — на 6–7%. В 2009 г. наблюдалась обратная тенденция: долгосрочные кредиты увеличились на 24%, при том что краткосрочные упали на 33%. Однако подобное положение не было связано с усилением инвестиционной активности (накопление основного капитала снизилось на 18.2% в реальном и на 14.5% — в номинальном исчислении). Долгосрочные кредиты получали устойчивые в перспективе предприятия на реструктуризацию задолженности прошлых лет. Одновременно предприятия реального сектора в целом испытывали нехватку оборотных средств (вызванную ростом неопределенности и рисков в экономике, а также высоким уровнем процентных ставок). Умеренное расширение объема кредитов предприятиям на срок свыше

года будет определяться улучшением общей конъюнктуры в экономике, повышением рентабельности предприятий и снижением процентных ставок. Данный процесс будет сопровождаться некоторым оживлением инвестиционной активности.

В целом банковские кредиты предприятиям в рублях вырастут в 2010 г. на 21%. Что касается кредитов в иностранной валюте, то здесь мы ожидаем сокращения на 2%. В 2009 г. наблюдалась ситуация, схожая с динамикой рублевых кредитов: краткосрочные сократились на 28%, тогда как долгосрочные возросли на 4.5%. Этот факт (учитывая еще и риски колебания валютного курса) подтверждает нашу гипотезу о целевом назначении кредитов — рефинансирование задолженности «длинными» кредитами одновременно со снижением объема «коротких», обслуживающих текущую экономическую деятельность. Оживлению данного сегмента будет способствовать усиление внешнеэкономической активности (экспорта и импорта). Последнее, одновременно с общепризнанным мнением о стабильности и даже повышении курса рубля, определит рост краткосрочных банковских кредитов предприятиям в иностранной валюте. В 2010 г. мы прогнозируем их увеличение на 15%.

Иная логика определит сокращение объема долгосрочных кредитов предприятиям в иностранной валюте. Риски изменения курса рубля в среднесрочной перспективе сохраняются и в значительной степени зависят от цен на нефть, проводимой денежной и бюджетной политики. Далее, сегодня для российских корпораций очевидно, что они могут в полной мере воспользоваться положительным опытом 2009 г. и реструктурировать свою внешнюю задолженность, не используя банковские кредиты. График погашения внешнего долга подразумевал выплаты корпорациями за 2009 г. иностранным кредиторам 99 млрд. долл.; итоговый нулевой (+0.4 млрд. долл.) баланс по операциям с внешними ссудами и займами корпораций за предыдущий год свидетельствует о том, что 100% выплат было реструктурировано или рефинансировано(!). Наконец, при потребности в валютных ресурсах их дешевле найти на внешних рынках, нежели привлекать у российских банков. В результате объем задолженности по банковским кредитам в иностранной валюте в 2010 г. снизится на 8%.

Таким образом, объем задолженности российских предприятий по банковским кредитам в 2010 г. увеличится на 15% — при росте рублевых кредитов и сокращении задолженности по кредитам в иностранной валюте. При этом возрастут краткосрочные кредиты (которые снизились в 2009 г.), а долгосрочные, напротив, снизятся. В целом банковское кредитование предприятий будет направлено на поддержку текущей производственной деятельности и, в минимальной степени, на стимулирование инвестиционной активности. Прогнозные оценки подтверждают сохранение модели роста, обусловленного внешним спросом, но не дают оснований рассчитывать на экономический рост за счет инвестиций.

Кредиты населению: две причины сокращения объема потребительских кредитов – слабая экономическая динамика и изменение кредитного поведения населения

Объем задолженности населения по банковским кредитам сократился в 2009 г. на 11.8%, что, при прочих равных условиях, создает неплохие предпосылки для их роста в текущем году за счет «эффекта низкой базы». Однако мы полагаем, что и в 2010 г. оживления данного сегмента кредитного рынка не произойдет, а по итогам года значение рассматриваемого показателя будет варьироваться от -2 до +4%, что фактически означает стагнацию.

Невысокая активность рынка потребительского кредитования будет определяться такими факторами, как снижение темпов роста номинальных доходов населения (по сравнению с докризисным уровнем) и изменение кредитного поведения частных лиц. Прогноз динамики объема задолженности по банковским кредитам строился исходя из двух подходов.

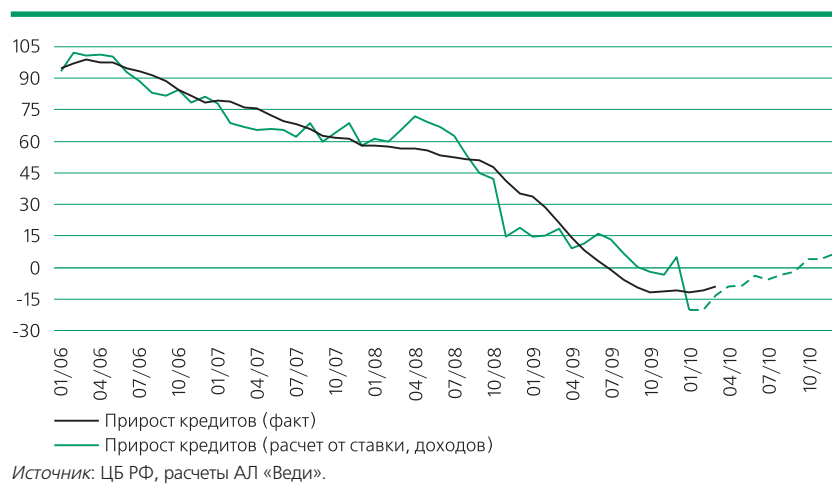
Первый подход опирается на зависимость прироста кредитов от двух факторов — динамики доходов населения и ставки по кредитам, скорректированной на уровень инфляции. Анализ длинных рядов месячных данных подтверждает положительную корреляцию между приростом кредитов и динамикой реальных доходов: российское население на протяжении последних лет тем легче шло на увеличение своей задолженности по кредитам, чем больше темп роста номинальных доходов превышал уровень инфляции (в годовом ис-

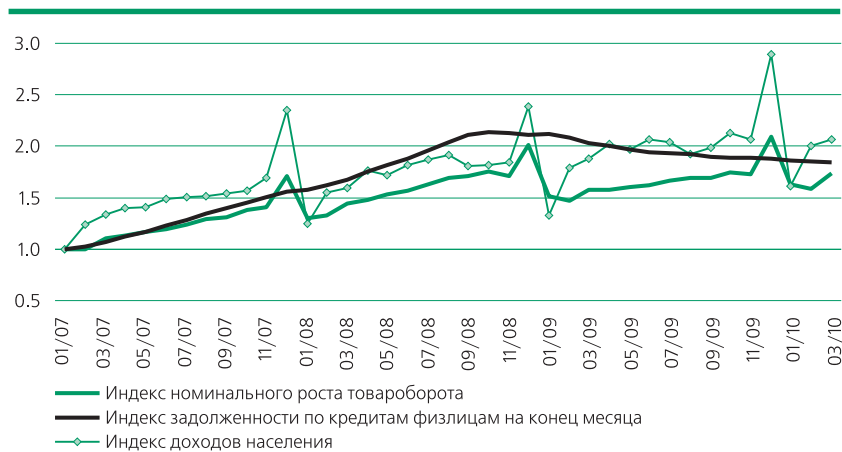
числении). На приведенном ниже графике видно, что кривая прироста кредитов, рассчитанная в зависимости от динамики доходов и ставок, скорректированной на уровень инфляции, достаточно точно соответствует кривой фактической динамики прироста кредитов, особенно до начала 2010 г. Макроэкономический прогноз предполагает рост номинальных доходов населения в 2010 г. на 10–11%, что ниже текущих процентных ставок по кредитам, и, по всей видимости, ставки не снизятся в нынешнем году до номинального роста доходов населения.

Кроме того, данные за первые месяцы 2010 г. подтверждают устойчивость тенденции, наметившейся еще в прошлом году, а именно изменение модели кредитного поведения населения в сторону системного снижения склонности к заимствованию. Наиболее показателен в этом отношении февраль: вместо устойчивого на протяжении последних лет (для этого месяца) ускорения роста задолженности по кредитам физическим лицам имело место ускорение снижения данного показателя. В этом контексте прогноз, сформированный на основе умеренно оптимистичной динамики номинальных доходов населения и снижения процентных ставок по кредитам, следует рассматривать как верхнюю границу возможных оценок на текущий год. Соответствующие расчеты показывают, что прирост задолженности по кредитам физическим лицам вряд ли может превысить за 2010 г. 3–4%.

Второй подход, предполагающий расчет прогнозных оценок на основе динамики потребительских расходов, приводит к еще более

Прирост задолженности по кредитам физическим лицам, в % к соответствующему месяцу предыдущего года





Источник: данные Банка России, Росстата; расчеты АЛ «Веди».

Индексы доходов населения, номинального роста товарооборота и задолженности во кредитам физическим лицам, к 1 января 2007 г.

осторожным выводам. В течение того же периода динамика товарооборота была стабильной: с начала 2009 г. российское население поддерживает номинальный спрос на товары на уровне, практически пропорциональном росту потребительских цен, при одновременном последовательном снижении спроса на потребительский кредит.

Дополнительно отметим, что возрос разрыв между ростом доходов населения и товарооборота, что также указывает на доминирование сберегательной модели поведения населения. Имеющиеся к настоящему моменту данные позволяют предположить, что наблюдаемая тенденция будет продолжаться, как минимум, на протяжении ближайших нескольких месяцев и темпы чистого прироста потребительских кредитов останутся отрицательными. Таким образом, даже при предположении номинального роста товарооборота в 2010 г. на 9–10% прирост задолженности по кредитам физическим лицам может составить в целом за год -2 – -3%. Указанная оценка отражает один из наиболее пессимистичных вариантов прогноза кредитной динамики на текущий год.

Приведенные выше результаты прогнозных расчетов, несмотря на их противоположные знаки, обрисовывают общую тенденцию стагнации потребительского кредитования в 2010 г.

В итоге складывается любопытная ситуация. В 2008 г. нефинансовый сектор России выступил в качестве нетто-заемщика банковской системы в сумме 2255 млрд. руб. Напротив, в 2009 г. предприятия и население являлись уже нетто-кредиторами банковского сектора, предоставив ему 2585 млрд. руб. В 2010 г.

банковский сектор, как это ни парадоксально, также останется заемщиком нефинансового сектора – в размере 860–870 млрд. руб. То есть даже при росте кредитования нефинансового сектора в текущем году банковская система привлечет от предприятий и населения большие средства, которые будет использовать на иные цели.

Выводы

Влияние ставки рефинансирования Банка России на общий уровень процентных ставок в экономике в последнее время значительно возросло благодаря интенсивному использованию инструмента рефинансирования в кризисный период, а также расширению списка залоговых инструментов. Снижение ставки рефинансирования делает банковский кредит более доступным для предприятий и домашних хозяйств.

В то же время снижение ставки рефинансирования будет способствовать падению сберегательной активности населения, расширению потребления и, потенциально, ускорению инфляции. В данном контексте ключевой вопрос относительно движения ставки рефинансирования – вопрос о выборе модели экономического роста: снижение процентных ставок стимулирует потребление и при этом сокращает объем внутренних сбережений и ресурсов для инвестиционной активности. Сегодня значительная часть расширения потребления покрывается импортом, что делает возможность ускорения экономического роста маловероятной.

Снижение ставки рефинансирования уменьшает привлекательность российской финансовой сферы для иностранных инвесторов, однако рост курса рубля сохраняет процентный арбитраж, а активность российских банков обуславливает усиление чистого притока внешнего капитала. По факту же снижение ставки рефинансирования и процентных ставок в экономике нейтрализуется повышением курса рубля.

Ставка рефинансирования не влияет на депозиты предприятий реального сектора, но увеличивает доступность банковского кредита. В нынешней ситуации это означает рост краткосрочного банковского кредитования для обслуживания текущей производственной деятельности. ■