

## ВОПРОСЫ ТЕОРИИ, СТРАТЕГИИ И ТАКТИКИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕФОРМ

### ОБ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЦЕНТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКИ

**В. И. Тарасов,**

*доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой банковской  
и финансовой экономики экономического факультета Белгосуниверситета*

В современной монетарной политике процент играет весьма важную роль. Он участвует практически во всех более или менее важных вопросах экономической жизни страны, а процентная ставка является составным элементом любой банковско-финансовой или коммерческой операции. Но как экономическая категория процент прошел весьма длинный путь своего осмысления. Сущность процента, как и сущность денег, волновала умы не только мыслителей, философов или деятелей науки древности, но и простых людей, занятых в сфере торговли, промышленности или земледелия. Это было обусловлено тем, что процент непосредственно затрагивал их экономические интересы и тем самым влиял на развитие экономики в целом.

В настоящее время процент является не только одним из важнейших и достаточно сложных инструментов регулирования экономики в целом, но и рычагом воздействия на механизм функционирования ее реального сектора. Это воздействие носит неоднозначный и противоречивый характер. Так, несмотря на то, что во многих промышленно развитых странах процесс установления процентов «отпущен» (банки свободны в формировании величины процентной ставки), тем не менее происходит их косвенное регулирование путем установления официальной учетной ставки центрального банка, количественных ограничений (установление потолка ставок, прямое ограничение кредитования, периодическое «замораживание» процентных ставок), налогообложения доходов по процентам и т.д. Поэтому практически во всех странах процентная политика в той или иной мере является объектом регулирования со стороны государства в лице центрального банка.

Рыночный механизм формирования процентных ставок является достаточно сложным. Так, средний уровень процента, как рыночная

величина, зависит от спроса и предложения денег, развитости денежного рынка, источников свободных денег (с точки зрения сроков их высвобождения), средств заемщиков (их кредитоспособности, надежности в возврате заемных средств) и др. Теоретически же средняя банковская процентная ставка должна корреспондировать со средней нормой прибыли в реальном секторе экономики (с учетом продолжительности воспроизводственного цикла). Эта закономерность в основном выполняется в промышленно развитых странах с развитой рыночной экономикой, чего нельзя сказать о странах с переходной экономикой.

Для нас представляет интерес подход различных экономических школ к пониманию сущности процента и механизма его формирования, поскольку без этого нельзя решить проблему проведения в стране эффективной процентной политики. Относительно того, что процент должен корреспондировать со средней нормой прибыли, марксистский подход состоит в следующем: «Чтобы возвратиться в качестве капитала, авансированная сумма стоимости должна не только сохраниться в движении, но и возрасти, увеличиться в своем размере, т. е. возвратиться с прибавочной стоимостью, как  $D + \Delta D$ , и это  $\Delta D$  является здесь процентом, или той частью средней прибыли, которая не остается в руках функционирования капиталиста, а достается денежному капиталисту» [1. С. 385].

Фактически, процент является частью прибыли, которую заемщик выплачивает кредитору за взятый в ссуду денежный капитал. Источником процента выступает прибавочная стоимость, создаваемая в результате производительного использования ссудного капитала. Разделение прибыли, получаемой при использовании ссудного капитала, на процент, присваиваемый кредитором, и собственно прибыль, получаемую заемщиком, происходит в

рыночных условиях под влиянием спроса и предложения на рынке ссудных капиталов. Тем самым процент выражает отношения между кредитором и заемщиком и выступает в форме определенной процентной ставки.

При этом речь идет о понимании процента как одной из превращенных форм прибавочной стоимости. Это в наибольшей мере соответствует марксистской теории, без которой анализ любой экономической категории является если не полным, то, во всяком случае, односторонним. Характерно, что разделение прибыли на процент и собственно прибыль К. Маркс увязывал также со спросом и предложением денежного капитала, а в конечном счете - с конкуренцией между банковским и промышленным капиталистом по поводу деления произведенной прибавочной стоимости, т. е. «разделение прибыли на процент и собственно прибыль регулируется спросом и предложением, следовательно конкуренцией, совершенно так же, как ими регулируются рыночные цены товаров» [1. С. 391].

В то же время такой представитель классического направления, как У. Петти, писал о том, что у него нет оснований «стыдиться процента в том случае, когда даются в ссуду деньги или другие оцениваемые в деньгах предметы необходимости с обязательством уплаты в тот срок и в том месте, которые избирает должник, так что кредитор не может получить обратно свои деньги, когда и где он того пожелает. Поэтому если кто-то ссужает свои деньги на условии, что он не может потребовать их обратно до наступления известного срока, как бы он сам не нуждался в течение этого времени, он, несомненно, может получить компенсацию за это неудобство, которое он создает для самого себя. Это возмещение и есть то, что обычно называют процентом» [2. С. 35-36]. Как видно, в данном случае процент вообще не увязывается с функционированием сферы промышленности (в современном понимании - реальный сектор экономики). Но уже А. Смит исходил из того, что «доход, получаемый с капиталом лицом, которое лично употребляет его в дело, называется прибылью, доход, получаемый с него лицом, которое не употребляет его в дело, а ссужает его другому, называется процентом» [2. С. 66].

Теория процента развивалась также такими экономистами, как Д. Рикардо, Бем-Ба-

верк, А. Маршалл, И. Фишер, К. Виксель, Дж. Кейнс, Г. Мюрдаль, Б. Олин, Д. Робертсон, Дж. Тобин, К. Варбуртон, М. Фридмен, Д. Лейдлер, Дж. Доу, И. Савилле, Д. Сакс, Б. Ларрен и др. При этом процент рассматривался во взаимосвязи со спросом на деньги, изменениями цен, достижением общего равновесия, численностью населения, сбережениями и инвестициями, другими факторами.

Для выяснения роли процента и процентной политики в трансформационной экономике представляет интерес анализ всех точек зрения по данной проблеме. Но это невозможно сделать в рамках одной статьи. Мы отметим лишь подход к проблеме процента такого представителя неоклассического направления, как К. Виксель, который ввел понятие денежной и естественной норм процента. Под первой он понимал норму процента, складывающуюся под влиянием спроса на деньги и их предложения банковской системой (с учетом действия денежного мультипликатора), а под второй - определение нормы процента в реальном секторе экономики. При этом денежная норма процента зависит прежде всего от количества денег в экономике, а связь между естественной и денежной нормами процента проявляется через уровень цен. Если денежная норма процента ниже естественной нормы, то общий уровень цен растет вследствие предоставления экономике избыточных кредитных ресурсов, и наоборот. Такой подход вполне соответствует условиям отрегулированной (устоявшейся) рыночной экономики. К. Виксель абстрагируется от возможной несбалансированности спроса и предложения денег из-за низкой денежной базы и от конкуренции между банковским и промышленным капиталом, но это в определенной мере обуславливает недостаток его теории [см. 3. С. 247-249].

Процент всегда присутствует в системе регулирования экономики на макро- и микроуровнях. В механизме воздействия на экономику он превосходит все другие инструменты по степени своей доступности, дешевизны и простоты. Так, если определена степень влияния процента на реальный сектор экономики не только в настоящее время, но и в будущем, то в целом можно получить представление о том, что произойдет как со всей экономикой, так и с отдельными социальными слоями и группами населения. Это всегда учитывается при решении проблемы регулирова-

ния экономических процессов. В то же время присутствие процента в системе инструментов регулирования реального сектора экономики не означает возникновение и существование эффективной процентной политики, относительно быстро реагирующей на негативное состояние экономики и также быстро ее устраняющей. Поэтому только чувствительность процентных ставок к изменениям спроса и предложения на кредитные ресурсы или на состояние денежного обращения является признаком наличия в стране достаточно эффективной процентной политики.

Если же отсутствует необходимая гибкость процентных ставок к таким фазам воспроизводственного цикла, как, например, оживление или депрессия, то можно вести речь лишь о наличии процента при отсутствии процентной политики как таковой и, соответственно, о безразличии реального сектора экономики к тенденциям в динамике процента. Так, в литературе по монетарной политике центральных банков приводятся данные о том, что изменение процента на несколько единиц вызывает не только конъюнктурные, но и структурные изменения в экономике. В частности, изменение в 90-х годах XX в. базовой ставки во Франции на единицу способствовало улучшению финансового состояния компаний на 8-10%. Однако это происходило в условиях низкой инфляции. Поэтому проследить такую закономерность влияния процентной политики на реальный сектор экономики в Беларуси практически невозможно, поскольку она функционирует в условиях высокой инфляции.

В то же время неоправданно низкие процентные ставки приводят, во-первых, к «закредитованности» экономики, во-вторых, к значительной тезаврации части денежных доходов населения. В этой связи Дж. Кейнс обращал внимание на то, что «каждое уменьшение нормы процента может <...> привести к увеличению количества наличных денег, которые определенные лица захотят удерживать, поскольку их точка зрения на будущие значения нормы процента отличается от преобладающей на рынке» [4. С. 357]. Это способствует переполнению каналов денежного оборота избыточной денежной массой, что подстегивает развитие инфляционных процессов. В данном случае экономические агенты вырабатывают невосприимчивость к процентным ставкам, а проводят селективную (вы-

борочную) процентную политику становится вообще невозможно.

Поэтому процентная политика связана с необходимостью, с одной стороны, сделать кредитные ресурсы более дешевыми и, соответственно, более доступными для субъектов хозяйствования, с другой - укреплять покупательную силу национальной денежной единицы и обеспечивать относительную стабильность ее курса на валютном рынке, что зависит прежде всего от установления положительных реальных процентных ставок на депозитно-кредитном рынке. Характерно, что, согласно постулатам теории процента, высокий и сохраняющийся длительное время уровень инфляции требует установления и поддержания высоких официальных процентных ставок центрального банка и процентных ставок по депозитам и кредитам.

Однако при наличии положительных результатов реализуемой в настоящее время в Беларуси политики поддержания положительных процентных ставок на депозитно-кредитном рынке (снижение темпов инфляции, сохранение единого обменного курса и его динамики в намеченных границах девальвации) имеют место и отрицательные последствия. Назовем их.

Во-первых, это потенциальное увеличение числа неэффективных инвестиционных проектов вследствие того, что при их обосновании норма прибыли отстает от динамики процентной ставки по кредитам.

Во-вторых, перераспределение потенциальных инвестиционных ресурсов хозяйствующих субъектов и банковских учреждений из реального сектора экономики в банковско-финансовую сферу.

В-третьих, возникновение деформации в доходности рублевого и валютного сегментов депозитно-кредитного рынка, приводящей к превалированию функционирования на внутреннем ссудном рынке иностранной, а не национальной валюты (помимо всего прочего, это ведет к искусственному поддержанию обменного курса национальной денежной единицы по причине сокращения сферы ее применения).

В-четвертых, сохранение высокой доходности по рублевым депозитам побуждает банки устанавливать дифференцированные процентные ставки по депозитам субъектов хозяйствования и населения. Это приводит к перекачке доходов от компаний и фирм к домашним

Об эффективности процентной политики хозяйствам и, таким образом, к истощению ресурсов хозяйствующих субъектов.

Процентная политика находит свое выражение в регулировании уровня и динамики процентных ставок. В рыночной экономике уровень и динамика процентных ставок отражают степень деловой активности в стране, темпы инфляции, напряженность кредитного рынка и воздействие внешних факторов. При этом процентная политика предусматривает в основном содействие достижению трех целей:

- благоприятствовать росту реального сектора экономики путем установления умеренно низких процентных ставок на банковские кредиты;
- ограничивать инфляцию;
- обеспечивать стабильность национальной денежной единицы путем установления умеренно повышенных процентных ставок.

Первая цель оправдывает понижение процентных ставок на кредитном рынке, вторая и третья - оправдывают их рост. Разрешение данного противоречия достигается путем проведения селективной политики процентных ставок в пользу приоритетных производств и секторов реального сектора экономики. В свою очередь, регулирующие функции политики процентных ставок проявляются через их влияние на величину сбережений и инвестиций, регулирование степени деловой активности в реальном секторе экономики и воздействие на уровень инфляции. При этом между различными видами процентных ставок существует определенная связь и взаимозависимость. Так, процентные ставки ссудного рынка на краткосрочные кредиты непосредственно отражаются на официальной учетной ставке центрального банка, на основе которой он определяет цену предоставляемых кредитов коммерческим банкам, а последние - заемщикам реального сектора экономики. В данном случае зависимость между процентными ставками на краткосрочные и долгосрочные кредиты имеет наибольшее значение для крупных и средних предприятий, поскольку обуславливает их инвестиционную политику.

Общеизвестно, что официальная учетная ставка центрального банка влияет, во-первых, на общий объем кредитов в банковской системе, а ее увеличение уменьшает объем кредитования реального сектора, и наоборот. Во-вторых, уровень ставки рефинансирования явля-

ется ориентиром для других процентных ставок денежного рынка. Однако ставка рефинансирования не играла для белорусской экономики (особенно во второй половине 90-х годов) той важной роли, которую выполняет аналогичный инструмент монетарной политики в странах с развитой рыночной экономикой и, соответственно, развитой кредитной системой. В частности, кредиты выделялись и теперь часто выдаются под годовую ссудный процент, который ниже годовой величины инфляции. Фактически, субъекты хозяйствования реального сектора экономики «жили» за счет ресурсов банковской системы, а в конечном счете, за счет денежных ресурсов домашних хозяйств. Поэтому сфера применения официальной учетной ставки центрального банка в Республике Беларусь ограничена доходностью ГКО и влиянием на уровень процентных ставок по депозитам и кредитам коммерческих банков. Во многих случаях единственным реальным результатом повышения или снижения ставки рефинансирования является удорожание или удешевление денежных ресурсов для Министерства финансов и кредитов для экономики.

Процентная ставка часто определяется в соответствии с конкретными условиями использования ссудного капитала и является объектом денежно-кредитного регулирования со стороны центрального банка. При этом величина процентных ставок способствует как притоку денежного капитала с денежных рынков других стран, так и его оттоку. Поэтому мобильность денежного капитала на этих рынках является очень высокой, а его движение между различными национальными денежными рынками отражается в процентных ставках. Техническим средством выравнивания различных национальных процентных ставок служит так называемый процентный арбитраж. Однако перемещение денежных средств определяется не столько процентным арбитражем, сколько колебаниями валютных курсов.

Как уже отмечалось выше, в соответствии с классическими представлениями изменение процентных ставок происходит под воздействием нормы прибыли. В стабильной экономике, с учетом абстрагирования от ряда факторов и принятия отдельных допущений, так и происходит (в тенденции). Фактически же уровень процентных ставок устанавливается в зависи-

мости от спроса и предложения ссудного капитала. В свою очередь, спрос и предложение определяются многими факторами, в частности фазой развития экономики, степенью воздействия государства на нее, политикой центральных банков, различными внешними факторами и т. д. Существует также ряд факторов, влияющих не столько на спрос и предложение, сколько на величину ставок процента. К ним можно отнести ожидаемые темпы инфляции, кредитные риски, налоговую политику, динамику валютного курса и др.

В то же время практика государств с развитой рыночной экономикой свидетельствует о неоднозначном характере движения ставок процента в современных условиях. Поэтому устоявшиеся представления о связи процентных ставок с вышеназванными факторами не имеют систематического подтверждения. В частности, характерной особенностью современной денежно-кредитной системы стран Западной Европы является то, что тенденции к понижению средней нормы прибыли противостоят регулирование процентных ставок согласно реальной стоимости сбережений вкладчиков. Во многих странах с развитой рыночной экономикой процентная ставка выступает как измеритель степени доходности финансовой операции.

Это еще раз подтверждает вывод о том, что в условиях переходной экономики процентные ставки не играют роли, отводимой им в экономической теории. Такое положение обусловлено тем, что, во-первых, в условиях высоких рисков кредитования реального сектора экономики и низкого уровня капитализации банковской системы выдача кредитов в значительной мере ратионируется\*, а процентная ставка по кредитам не отражает фактические ограничения на кредитные заимствования. Во-вторых, доверие к банковской системе не очень высокое, а реальные процентные ставки по текущим депозитам населения и депозитам юридических лиц являются отрицательными. При этом ликвидность большинства банковских вкладов, как правило, низкая, поскольку существуют ограничения на досрочное изъятие депозитов, отсутствуют чековые счета, а хождение пластиковых карточек широко не распространено. Поэтому процентные ставки не могут в полной мере выступать в качестве альтернативной стоимости хранения

наличных средств, и прежде всего для сильной наличной иностранной валюты.

Процентная политика, как таковая, не напрямую, а через процентную ставку оказывает воздействие на экономику. В частности, изменение официальной учетной ставки центрального банка не только непосредственно зависит от инфляции, но и влияет на нее и, соответственно, экономическую активность реального сектора экономики. При этом количественный эффект изменения официальной учетной ставки зависит от того, в какой мере данное изменение было предусмотрено (прогнозируемым) экономическими агентами и насколько данные ожидания повлияют на будущую монетарную политику центрального банка. Помимо всего прочего, это означает, что влияние фактического изменения официальной учетной ставки центрального банка на величину других процентных ставок связано с ожиданиями относительно ее предполагаемого изменения.

Тем не менее стратегическим принципом процентной политики Национального банка Республики Беларусь должно быть поддержание положительного значения базовой ставки рефинансирования. Практика показала, что реализация этого принципа являлась и является действенным методом усиления склонности к сбережениям населения и субъектов реального сектора экономики и воздействия на предпочтения делать эти сбережения в белорусских рублях, а не в иностранной валюте. Это реальный шаг к тому, чтобы остановить «бегство» от белорусского рубля, превратить его в средство накопления и сдерживать рост инфляции в той части, которая зависит от параметров роста рублевой составляющей совокупной денежной массы. Поддержание положительных процентных ставок является важным антиинфляционным и антидевальвационным инструментом денежно-кредитной политики, применение которого обеспечивает необходимые предпосылки макроэкономической стабилизации.

В то же время отсутствие эффективно действующих процентных ставок в экономике республики и ратионирование кредита означают отсутствие процентного и кредитного каналов денежной трансмиссии в экономике. Реальный сектор экономики фактически не реагировал на снижение номинальных и реальных процентных ставок, поскольку доступность банковского капитала для субъектов

\* Ратионирование кредита представляет собой ограничение кредитования неценовыми методами.

хозяйствования продолжает оставаться низкой. Поэтому единственно работающим механизмом денежной трансмиссии является курсовой канал, связанный с притоком валюты в страну на счета предприятий-экспортеров и их продаж на внутреннем валютном рынке Республики Беларусь. По поводу величины реальных положительных процентных ставок и подходов к определению их оптимальной величины следует отметить, что процентные ставки при рыночном механизме их формирования определяются (помимо ориентации на норму прибыли реального сектора экономики) ценой равновесия между предложением кредитных ресурсов и спросом на них со стороны субъектов хозяйствования и правительства (в условиях низкой инфляции).

В этой связи следует заметить, что к политике процентных ставок современные ведущие экономические школы подходят по-разному. В частности, неокейнсианцы до начала 70-х годов XX в. придавали политике процентных ставок решающую роль как в обеспечении экономического роста, так и в регулировании сбережений и инвестиций. В данной ситуации центральный банк ориентируется на норму процента как наиболее действенный инструмент, поскольку его можно относительно легко регулировать и контролировать путем интервенций на денежном рынке. Поэтому в течение продолжительного времени уровень и норма процента рассматривались как основная промежуточная цель монетарной политики и ее регулирования. Однако с начала 70-х годов норма процента постепенно отвергается теорией и практикой как фундаментальный инструмент денежно-кредитного регулирования вследствие возрастания темпов инфляции. В данном случае центральные и, соответственно, коммерческие банки во многих промышленно развитых странах были вынуждены устанавливать ставку процента на таком уровне, который не стимулирует экономическую активность субъектов хозяйствования.

Анализ ситуации в денежно-кредитной сфере и реальном секторе Республики Беларусь показывает, что использование только процентной политики явно недостаточно для того, чтобы достаточно быстро снизить инфляцию, укрепить национальную валюту и поддержать реальный сектор экономики. Как по-

казывает международный опыт, здесь требуется проведение глубоких структурных реформ, а при отсутствии достаточных внутренних накоплений - привлечение иностранных инвестиций, и прежде всего в форме прямых вложений, а также и иностранных кредитов. Фактор привлечения внешних инвестиций и внешних кредитных ресурсов является крайне важным в формировании уровня цен на внутреннем рынке кредитных ресурсов.

Беларусь по уровню привлечения прямых иностранных инвестиций занимает одно из последних мест среди стран с переходной экономикой. Объем суммарного привлечения в республику иностранного капитала составил 3,45 млрд долл. США, в том числе 1,28 млрд прямых инвестиций. За последние 10 лет прямые инвестиции на душу населения в Беларуси составили 128 долл., в Венгрии - 1925, в Чехии - 1425, Эстонии - 1392, Латвии - 862, Польше - 817 долл. США. При этом, как мы уже неоднократно подчеркивали, прямые иностранные инвестиции фактически являются международной оценкой страны, поскольку их величина показывает степень непосредственного участия иностранного капитала в национальной экономике, дает характеристику деловому климату и показывает рейтинг страны с позиций ее перспективности и надежности.

Поэтому необходимость в поддержании повышенных процентных ставок в значительной степени связана с необходимостью компенсировать инфляционные последствия достаточно интенсивной рублевой денежной эмиссии, которая, в свою очередь, была обусловлена недостаточностью внутренних накоплений и крайне низким привлечением накоплений извне. Кроме того, дополнительная потребность в кредитных ресурсах была вызвана резким ухудшением финансового состояния субъектов хозяйствования и истощением их финансовых ресурсов, необходимых для текущей деятельности, и инвестиций, а также сокращением бюджетного финансирования экономики. В такой ситуации спрос на кредиты объективно опережал их предложение, которое при недостаточности внутренних и внешних накоплений обеспечивалось за счет дополнительной денежной эмиссии. При этом повышенные процентные ставки обеспечивали соответствие между денежным спросом и денежным предложением.

Вместе с тем следует отметить, что политика поддержания высоких процентных ставок по кредитам, обусловленная общей макроэкономической ситуацией, имела ряд отрицательных последствий не только для реального сектора (прежде всего в плане ограничения платежеспособного спроса на кредиты и повышения планки окупаемости инвестиционных проектов и отсекающая их части), но и для банковской системы Беларуси. В частности, произошло свертывание применения рубля в активных операциях банков, особенно в кредитовании реального сектора, в пользу расширения использования иностранной валюты. В долларовом эквиваленте объем валютных кредитов экономике в 2002 г. составил 1684,6 млн долл. США и вырос на 50,0% по сравнению с 2001 г.

Изменение официальной учетной ставки (в ряде случаев лишь намерение ее изменения) воздействует на другие процентные ставки, например процентные ставки по депозитам и кредитам коммерческих банков. Такие изменения не остаются бесследными для реального сектора экономики. Например, они влияют на ожидания субъектов хозяйствования в области предполагаемого развития экономики. Данные ожидания, в свою очередь, влияют на обменный курс национальной денежной единицы и будущие цены реализации своей продукции. Под воздействием этого фактора находятся также меры, предпринимаемые экономическими агентами (юридическими и физическими лицами) относительно совокупных расходов денежных ресурсов на потребление, сбережения и инвестиции. Так, более высокие процентные ставки не ведут к росту потребления, а стимулируют увеличение сбережений в национальной валюте. Более высокие процентные ставки ведут к укреплению обменного курса национальной денежной единицы на валютных рынках, что способствует удешевлению импортируемых товаров.

В то же время реальный сектор экономики заинтересован в том, чтобы процентные ставки имели тенденцию к снижению. Это будет не только способствовать удешевлению кредитов, но и давать толчок к накоплению оборотного капитала субъекта хозяйствования с целью развития своего производства. При этом низкие *процентные ставки заставляют* коммерческие банки искать новые сферы приложения своего капитала, что стимулирует

диверсификацию банковских операций и, соответственно, развитие банковской системы в целом. Но в долговременном периоде можно столкнуться с изложенной выше повышательной тенденцией общего уровня цен вследствие удешевления кредитов.

Поэтому изменение официальной учетной ставки центрального банка влияет на реальный сектор экономики путем воздействия на спрос и предложение товаров и услуг, производимых отечественными субъектами хозяйствования. Если совокупный спрос превышает количество продукции, которое могут произвести отечественные товаропроизводители, то принимаются меры по расширению объемов производства с целью сбалансированности спроса и предложения. Это, в свою очередь, может повлечь рост затрат на выпуск продукции и, следовательно, цен на отдельные товары и услуги, что будет способствовать общей повышательной динамике цен в экономике.

Изменение официальной учетной ставки самым непосредственным образом отражается на обменном курсе национальной денежной единицы, зависящем как от внутренних, так и внешних монетарных факторов. Следует заметить, что определить с большой точностью количественный эффект воздействия изменений официальной учетной ставки на обменный курс национальной денежной единицы практически невозможно. Это обусловлено тем, что валютный курс является результатом взаимодействия множества факторов. В частности, он зависит от внутренних и внешних процентных ставок, от динамики инфляции в стране и за рубежом, состояния платежного баланса и др.

При росте официальной учетной ставки происходит укрепление национальной валюты вследствие того, что повышение официальной ставки делает (при прочих равных условиях) активы в национальной валюте более привлекательными (более доходными) по сравнению с активами в иностранной валюте. В данном случае национальная валюта становится привлекательной для иностранных инвесторов. Обратная картина происходит при снижении уровня официальной учетной ставки. Изменения же обменного курса национальной денежной единицы приводят к изменениям относительных цен отечественных и зарубежных товаров и услуг, а затем к корректиров-

кам совокупного спроса, цен и объемов производства.

Несмотря на то, что основу процентной политики коммерческих банков составляет денежно-кредитная политика центрального банка, тем не менее недостаточная развитость кредитного рынка всегда приводит к ярко выраженному индивидуальному характеру процентной политики банков второго уровня. Это проявляется в значительной дифференциации процентных ставок по банкам в зависимости от типа и размера последних, месторасположения, клиентуры и других обстоятельств, имеющих индивидуальный характер. Если же рассматривать динамику процентных ставок, то видно, что коммерческие банки ориентируются на базовую (учетную) ставку центрального банка.

При этом процентная политика самым непосредственным образом увязана с механизмом функционирования плавающих (гибких) обменных курсов национальной валюты. Такая увязка реализуется через влияние обменного курса национальной денежной единицы на чистый экспорт страны и динамику производства в национальной экономике. Тут надо иметь в виду, что использование свободного плавающего валютного курса не ведет к длительному равновесию платежного баланса, а часто усиливает нестабильность валютных рынков и является значительным фактором инфляции. Поэтому ориентация на твердый обменный курс (с определенными границами колебаний) способствует улучшению условий международного обмена, поскольку позволяет «подавлять» цену импорта и усиливать борьбу с инфляцией [6. С. 38–39]. Необходимо также учитывать то, что следствием снижения процентных ставок на внутреннем денежном рынке является уменьшение привлекательности депозитов в национальной денежной единице по сравнению с депозитами в иностранной валюте. Поскольку в данном случае происходит девальвация (снижение обменного курса) национальной денежной единицы, то тем самым отечественные товары становятся дешевле для иностранных потребителей. Вследствие этого стимулируется рост чистого экспорта, что ведет к росту валового внутреннего продукта.

Важнейшей особенностью процентной политики является то, что она проявляется не

через номинальную, а через реальную процентную ставку. При этом надо иметь в виду, что «в расчете реальной процентной ставки фигурируют именно ожидаемые, а не фактические темпы инфляции. Причина состоит в том, что кредитные соглашения по определению являются форвардными» [7. С. 147]. Поскольку невозможно знать, какими окажутся фактические темпы инфляции к сроку исполнения кредитного соглашения, то «стороны кредитной сделки должны исходить из ожидаемых темпов инфляции, чтобы рассчитать реальную процентную ставку» [7. С. 147].

Последняя же влияет на реальный сектор экономики путем повышения или снижения инвестиционной активности предприятий. В частности, снижение процентной ставки ведет к удешевлению кредитных ресурсов, что способствует притоку инвестиций в реальный сектор экономики, а в будущем вызывает рост валового внутреннего продукта. Экономические агенты должны ориентироваться здесь не на краткосрочные, а долгосрочные реальные процентные ставки, поскольку именно они оказывают решающее влияние на положительную инвестиционную активность субъектов хозяйствования.

Положительное влияние на инвестиционную и деловую активность субъектов хозяйствования Республики Беларусь на протяжении 2002 г. оказывало поступательное и значительное сокращение процентных ставок по долгосрочным (инвестиционным) кредитам банков, которое в значительной мере определялось уровнем и динамикой базовой ставки рефинансирования. Однако в начале 2002 г. (с 15 января) базовая ставка рефинансирования была резко повышена и доведена до 66% против 48% в течение последнего квартала 2001 г. Это повышение вызвано более высоким, чем прогнозируемый, фактическим уровнем инфляции, а также ориентацией процентной политики Национального банка на поддержание положительных процентных ставок на рублевом депозитно-кредитном рынке. Все это в совокупности являлось необходимым условием сохранения равновесия на валютном рынке.

По мере снижения инфляции в течение II квартала 2002 г. ставка рефинансирования была снижена с 60% в начале апреля до 46% в конце июня. Она также снижалась в III квартале - с 46



до 42% и IV - с 40 до 38%. Фактически, процентные ставки в течение первого полугодия были «законсервированы» и стали снижаться по сравнению с уровнем конца 2001 г. только в конце первого полугодия 2002 г. Во втором полугодии они стали на 10 процентных пунктов ниже номинального уровня, сложившегося в конце 2001 - начале 2002 г. Эта динамика процентных ставок хотя и была необходима в сложившейся ситуации инфляционного всплеска для поддержания динамики валютного курса белорусского рубля в заданных прогнозом пределах, тем не менее она работала на сдерживание активности инвесторов в реальном секторе экономики. Так, в реальном выражении ставка рефинансирования Национального банка Республики Беларусь снизилась с 23,4% годовых в 2001 г. до 18,8% годовых в среднем за 2002 г.

В сфере инвестиционного кредитования экономики сохраняется разрыв в уровне доходности по рублевым и валютным кредитам. Тенденция к значительному превышению средней доходности по рублевым кредитам по сравнению с валютными носит устойчивый характер, что обусловило резкий прирост кредитования в иностранной валюте по сравнению с рублевым кредитованием. Эта тенденция прослеживалась в течение 2001-2002 гг. и продолжала сохраняться в 2003 г. Однако такое положение вряд ли является оптимальным, поскольку сокращается область применения национальной валюты, создается дополнительный спрос на безналичные валютные ресурсы и тем самым усиливается девальвационное давление на курс национальной валюты.

Процентная политика Национального банка Республики Беларусь в 2002 и 2003 гг., направленная на создание условий по обеспечению устойчивого превышения доходности по операциям в белорусских рублях над доходностью активов в иностранной валюте (при положительном уровне процентных ставок в реальном выражении), оказала значительное влияние на формирование кредитного портфеля коммерческих банков. Был обеспечен постоянный приток в банки денежных средств физических и юридических лиц, а также произошло снижение процентных ставок по кредитам. В частности, за 2002 г. и I квартал 2003 г. объем депозитов населения по сравнению с 2001 г. увеличился в национальной валюте в 2,6 раза, в иностранной валюте - в 1,6 раза,

юридических лиц - в национальной валюте в 1,7 раза. Такое положение достигнуто прежде всего за счет регулирования Национальным банком величины базовой ставки рефинансирования и процентных ставок по операциям рефинансирования коммерческих банков на основе складывающейся макроэкономической ситуации (уровня инфляции).

На основании всего вышеизложенного можно сделать следующие выводы. Во-первых, операции банков по долгосрочному (инвестиционному) кредитованию как юридических, так и физических лиц являются убыточными для них. Во-вторых, убытки по кредитно-депозитным операциям с физическими лицами банки возмещают за счет юридических лиц в сегменте текущего кредитования юридических лиц. Данные диспропорции на кредитном и депозитном рынках ухудшают финансовое положение субъектов хозяйствования, вымывают их оборотный капитал, ведут к неоправданному перераспределению доходов в пользу физических лиц, способствуют росту проблемной задолженности предприятий перед банками. Эти последствия можно было бы значительно сгладить, если бы эффективно работал механизм временного повышения уровня цен, поскольку «вслед за началом повышения цен наступает расширение займов, вытекающее из того факта, что процент не приспособится сразу к этому повышению. Это доставляет барыши предпринимателям-заемщикам, и их спрос на ссуды расширяет депозитное обращение. Это расширение еще более повышает цены, какой результат усугубляется далее увеличением скорости обращения и несколько смягчается увеличением торгового оборота» [5. С. 84].

Следует заметить, что в процентной политике Национального банка Республики Беларусь не всегда задействуется инструмент обеспечения более высокой доходности по долгосрочным депозитам. Так, в течение практически всего 2002 г. ставки процента по вновь привлеченным долгосрочным депозитам как физических, так и юридических лиц были ниже ставок процента по краткосрочным депозитам. Надо также иметь в виду, что долгосрочные реальные процентные ставки изменяются иначе, чем краткосрочные процентные ставки, динамика которых имеет то же направление и примерно те же пропорции, что и официальная учетная ставка центрального бан-

ка. Это связано с тем, что предполагаемый или прогнозируемый уровень краткосрочных процентных ставок определяет величину долгосрочных процентных ставок. В частности, повышение официальной учетной ставки Национального банка в данном периоде может обусловить ожидания будущего снижения краткосрочных процентных ставок, что непосредственно повлияет на снижение долгосрочных реальных процентных ставок. Кроме того, на эти изменения оказывают влияние инфляционные изменения (ожидания).

Как видно, реальный сектор экономики подвержен влиянию официальной учетной ставки, изменениям рыночных процентных ставок, обменного курса, цен на физические и финансовые активы, происходящих в результате проведения соответствующей процентной политики. Так, повышение официальной процентной ставки оказывает прямое воздействие на деятельность экономических агентов реального сектора экономики через удорожание банковских кредитов. Данное воздействие проявляется в том, что повышение цены банковских кредитов (рост ссудного процента) ведет к росту затрат по обслуживанию кредитов. Тем самым снижается прибыль у субъектов хозяйствования, а это, в свою очередь, повышает требования к окупаемости инвестиционных проектов. В результате идет снижение объема инвестиций.

В реальном секторе белорусской экономики по-прежнему сохраняются высокие риски при кредитовании субъектов хозяйствования. Фактически, белорусские коммерческие банки не выполняют в полной мере функцию создания денег в экономике. Это говорит о том, что отношение банков к реальному сектору экономики не изменилось, несмотря на определенный рост ВВП. В экономике сохраняется жесткое рационализирование кредита, а в отсутствие развитого финансового рынка важной сферой деятельности коммерческих банков стало кредитование государства на всех уровнях. >

Повышение процентных ставок по банковским кредитам увеличивает стоимость привлекаемого оборотного капитала, финансируемого в основном за счет кредитов. Рост процентной ставки может означать потенциальное сокращение субъектами хозяйствования численности занятых работников. Поскольку рост официальной учетной ставки носит не-

однозначный характер, то экономические агенты (компании и фирмы), имеющие депозиты в банках, на которые начисляются проценты, выигрывают от повышения процентной ставки, т. е. таким образом стимулируется рост денежных сбережений. Они могут увеличить инвестиции в собственное производство, в финансовые активы или выплачивать акционерам более высокие дивиденды (при акционерной форме собственности предприятия).

Стимулирование денежных сбережений и повышение эффективности их использования достигается также путем развития денежно-кредитной инфраструктуры. В данном случае замещение прямых связей между сберегателями и инвесторами банковским посредничеством предполагает большее высвобождение денежных ресурсов, сопровождающееся повышением норм сбережений и инвестиций. Тем самым будет обеспечиваться сведение воедино рассеянных (разбросанных) прежде сберегателей и инвесторов с помощью различных денежно-кредитных учреждений (институтов), а также возрастание степени организованности, широты охвата и интегрированное™ национального денежного рынка, поскольку он в большей мере начинает подчиняться ценовому механизму. На этом рынке спрос представлен предполагаемым объемом инвестиций, предложение - возможным размером сбережений, а цена - величиной процентной ставки.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Маркс К.* Капитал. Критика политической экономии. Т. 3. Кн. 3. Процесс капиталистического производства, взятый в целом. 4.1. М.: Политиздат, 1978.
2. *Антология экономической мысли.* М.: Экономика, 1993.
3. *Бурлачков В.К.* Денежная теория и динамичная экономика: выводы для России. М.: Эдиториал УРСС, 2003.
4. *Кейнс Дж. М.* Избр. произведения. М.: Экономика, 1993.
5. *Фишер И.* Покупательная сила денег. М.: Дело, 2001.
6. *Тарасов В.И.* О роли денег, валютном регулировании и антиинфляционной политике // Современная финансовая теория. Сб. науч. ст. Мн.: БГУ, 2003.
7. *Роджер Лерой Миллер, Дэвид Д. Ван-Хуз.* Современные деньги и банковское дело. М.: ИНФРА-М, 2000.