

Газета (/gazeta/) (/ng_energiya/) Печатная версия

09.10.2023 18:00:00

Текущий уровень ключевой ставки программирует технологическое отставание

В царской России 13% по займу считалось уголовно наказуемым ростовщичеством

Андрей Конопляник (/authors/49975/)

Об авторе: Андрей Александрович Конопляник - доктор экономических наук, профессор, член научного совета РАН по системным исследованиям в энергетике.

Тэги: цб (/search/tags/?tags=цб), ключевая ставка (/search/tags/?tags=ключевая ставка), инфляция (/search/tags/?tags=инфляция), российская история (/search/tags/?tags=российская история)

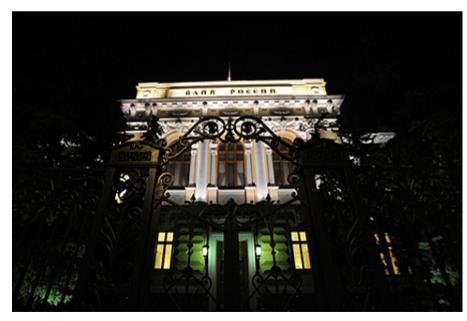


Фото агентства городских новостей "Москва"

Совет директоров ЦБ РФ 15.09.23 повысил ключевую ставку еще на 100 б.п., до 13% (рис. 1). Аргументация ЦБ в пользу повышения ставки - для снижения инфляции. В ЦБ констатировали «перегрев» экономики, утверждая, что рост спроса превышает возможности его удовлетворения. Как выясняется, речь идет преимущественно о росте конечного потребительского спроса в результате агрессивного потребительского кредитования (ипотека, автокредитование и т.п.) финансовыми институтами. Это толкает вверх цены. Поэтому для их сдерживания и балансировки спросапредложения ЦБ полагает необходимым сдерживать спрос, ибо считает невозможным (?) наращивать предложение. Напоминает известный анекдот про революцию начала XX века,

когда правнучка декабриста, узнав от служанки, что демонстранты на улице хотят, чтобы не было богатых, задумчиво говорит, что ее прадед с товарищами выступали за то, чтобы не было бедных...

Из аргументов ЦБ совершенно выпали вопросы влияния ключевой ставки на финансирование развития реального сектора экономики. А ведь текущий уровень базисной ставки является убийственным для кредитования реального сектора и для интенсификации экономического роста в стране.

Однако глава ЦБ не считает кредит основным источником производственных инвестиций. Поэтому понятен ее пафос в пользу повышения ключевой ставки - на Московском финансовом форуме 08.09.22 прозвучало ее, по сути, программное заявление о том, каким образом необходимо финансировать инновационные, то есть высокорискованные инвестиционные проекты, которые начинаются со стадии НИОКР и не гарантируют быстрой и высокой отдачи на капитал: «У нас очень много инвестиций делается условно в долг - компании нагружаются долгом. У нас чрезвычайно не хватает акционерного капитала. Перед финансовым сектором стоит задача и вызов нарастить именно это долевое финансирование, привлечение капитала, а это доверие инвесторов - ключевая вещь».

Но у нас в стране и так основная часть инвестиций осуществляется из прибыли компаний и предприятий. По оценке Валерия Миронова, замдиректора института Центр развития ВШЭ, «доля кредитов в источниках финансирования инвестиций - около 10%, а свыше 50% вложений в развитие производства компании осуществляют за счет собственной прибыли». Постоянный оппонент госпожи Набиуллиной академик РАН Сергей Глазьев пишет: «Банки не кредитуют инвестиции. Доля кредитов в их формировании не превышает 12%. При этом в активах государственных банков инвестиционные кредиты составляют не более 5%».

Низкая доля кредитных ресурсов в финансировании является прямым результатом их недоступности для многих производственных компаний по приемлемым для экономики инвестпроектов процентным ставкам. Дальнейший их рост лишь усугубит практику концентрации рисков на производственной компании в противовес общепринятой практике распределения и минимизации рисков за счет правильно структурированного заемного (проектного) финансирования по приемлемым кредитным ставкам. Так, в соответствии с постулатами проектного финансирования, доля заемного (долгового) финансирования составляет примерно 60-80%, 20-40% - акционерное финансирование спонсоров проекта. Обычной для международных инвестпроектов является доля заемного финансирования на уровне 70% (проекты «Северный поток -1», «Северный поток - 2» и «Сахалин-2»).

На фоне отечественной истории

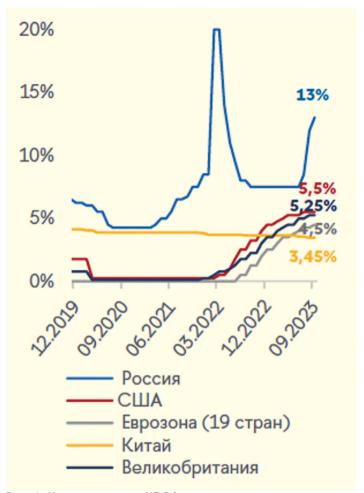


Рис. 1. Ключевая ставка ЦБ РФ и зарубежные аналоги. Схема автора

Как смотрится нынешняя ключевая ставка ЦБ на фоне российской истории?

В 1754 году в России был принят закон о борьбе с ростовщичеством. Предельная ставка по займу определялась в 6%. «А ежели кто впредь дерзнет брать более шести процентов и в том изобличены будут, у таковых те данные от них в заем деньги останутся у заемщика, а для казны все их имение конфисковать», - гласил указ императрицы Елизаветы от 13.05.1754. Положение этого указа действовало до 1879 года, когда Александр II отменил «предельный процент», постановив, что проценты по займам устанавливаются по взаимному соглашению сторон. Это привело к взлету процентных ставок и оказало разрушительное действие на общество и экономику.

Министерство юстиции докладывало Государственному совету, что говорить о «чрезмерности процентов» невозможно, пока закон не установит эту самую меру. В итоге 24.05.1893 был принят закон «О преследовании ростовщических действий», в котором говорилось: «Рост, не превышающий двенадцати процентов в год, не почитается чрезмерным». При этом 12% не должны были превышать в сумме все платежи и комиссии, пени и неустойки. Всякие дополнительные условия не допускались (к вопросу о нынешних «дополнительных условиях мелким шрифтом» в современных кредитных договорах). Все ссуды, превышающие ставку 12%, объявлялись юридически ничтожными.

В дореволюционной России ставки по кредитам коммерческих банков обычно выражались однозначными числами, пересечение планки в 10% было крайне редким событием. Годовые процентные ставки, которые выдавались Госбанком СССР и Промстройбанком СССР предприятиям разных отраслей экономики, в подавляющем большинстве случаев находились в диапазоне от 1 до 2%.

Инвестиционные ограничения

Фактический запрет на внебюджетное кредитование инвестпроектов из-за высокой ключевой ставки расширяет существующий дефицит бюджетного финансирования (в том числе по льготным ставкам кредитования), ибо ведет к росту спроса на бюджетные инвестиции при ограниченности возможностей их кредитования за счет бездефицитного бюджета. В итоге получаем, что в бюджете на всех «денег нет, но вы держитесь». Политика удержания бездефицитного бюджета, с одной стороны, и невозможность кредитования внебюджетных долгосрочных инвестиций по рыночным ставкам, формируемым на основе универсальной завышенной ключевой ставки ЦБ для всех отраслей (определяемой без дифференцированного учета интересов реальных секторов экономики), - с другой, создают инвестиционные ограничения для экономического роста.

Компании/предприятия не могут привлекать заемное (проектное) финансирование по рыночным ставкам кредитования - не позволяет экономика инновационных (на начальном этапе высокорискованных и несверхдоходных) проектов, ибо разорятся. Значит, надо идти на поклон за индивидуальными льготами. В приоритете оказывается не наиболее эффективный бизнес, а обладающий наибольшим административным ресурсом.

Банки не могут предоставлять заемное (проектное) финансирование по льготным ставкам кредитования, ибо разорятся, если государство не предоставит им компенсационные выплаты. Но бюджетные возможности в рамках бездефицитного бюджета ограниченны. Так, по постановлению правительства от 22.02.23 № 295 на компенсацию банкам льготной ставки кредитования (30% от ключевой ставки ЦБ плюс 3 п.п., что в нынешних условиях означает 6,9%) выделен всего 1 млрд руб.

Есть ли льготные инвесткредиты

Программы льготного инвестиционного (не путать с потребительским) кредитования существуют. Так, Фонд развития промышленности (ФРП) Минпромторга предоставляет реально льготное финансирование для проектов в обрабатывающей промышленности, направленных на импортозамещение, освоение наилучших доступных технологий, повышение производительности труда и др.: суммы займа на проект (в рамках девяти федеральных программ финансирования) - от 5 млн до 5 млрд руб., процентные ставки - 5% по одной и от 1 до 3% по восьми программам, сроки займа - от 2 до 10 лет. На сентябрь 2023 года общий бюджет инвестпроектов с участием фонда за 2015-2023 годы превысил 1 трлн руб., из которых заемные средства ФРП составили 435-480 млрд руб. (основные направления: машиностроение, медбиофарма, химия). В пересчете на год это означает в среднем 48-53 млрд руб. льготного кредитования через программы фонда.

Однако иные программы льготного кредитования (для поддержания бесперебойной работы системообразующих предприятий АПК, промышленности и торговли - ставка 10-11% на срок до 12 месяцев; промышленной ипотеки Минпромторга - 3-5% годовых на 7 лет) не нацелены на финансирование технологических прорывов и революционного НТП, которые могут и должны обеспечить рост производительности труда и ускоренный экономический рост.

Максимальная ставка по Программе 1764 Минэкономразвития на инвестиционные цели для микро-, малых и средних предприятий, в том числе в сфере науки и техники (а именно там зарождаются зачастую инновационные прорывы, достижения революционного НТП), рассчитывается по формуле: ключевая ставка ЦБ РФ + не более 2,75 п.п. Сегодня это 15,75%, по сути - запрет на инновационные прорывные инвестиции.

Поэтому общее правило для инвестиций в интенсивный экономический рост в стране определяется запретительной для инвестиций ключевой ставкой ЦБ. Из этого общего правила, правда, есть отдельные программные исключения на федеральном и региональном уровне. Но они не отменяют общего правила.

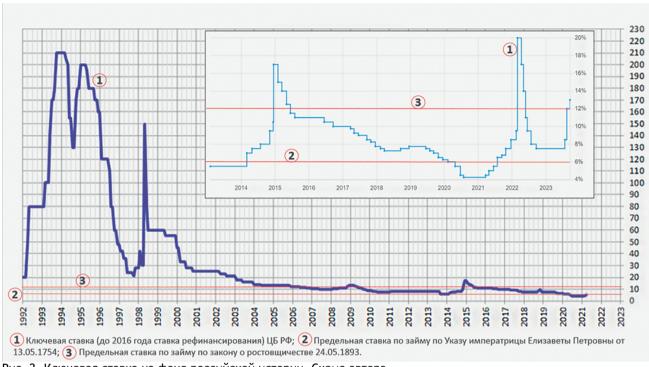


Рис. 2. Ключевая ставка на фоне российской истории. Схема автора

На игле англосаксонского финансирования

Инвесторам в производственные проекты нужны дешевые длинные кредитные ресурсы и стабильные и предсказуемые «правила игры».

За стоимость кредитных ресурсов отвечает ЦБ, определяющий величину ключевой ставки, которая была запретительно высокой на внутреннем рынке, особенно в 1990-е годы. Ставка рефинансирования ЦБ в первой половине 1990-х превышала 200%, а в конце 1990-х достигала 150% (рис. 2). К середине нулевых она снизилась до 10% и держалась на этом уровне в 2010-е. Но в 1990-е, нулевые и первую половину 2010-х годов у российских предприятий и банков был открыт доступ к заемному международному финансированию, базисные ставки которого (LIBOR) были существенно ниже ключевой ставки ЦБР: в 1990-е годы LIBOR составлял 4-6%, в нулевые - 2-5%, в 2010-е - 1-2%, в 2020 году упал почти до нуля. На 23.09.23 месячный LIBOR в долларах/фунтах равен 5,4%. Базисные ставки в США, еврозоне, Великобритании подросли и в текущем месяце составляют 4,5-5,5%, в Китае - 3,45% (рис. 1).

Высокая ключевая ставка ЦБР программирует технологическое отставание России как от ныне недружественных конкурентов, так и от дружественного партнера-конкурента Китая, если обращаться за долговым финансированием на внутренний рынок, поэтому выталкивала отечественные компании за долговым финансированием на зарубежные рынки.

Значительный разрыв в базисных кредитных ставках внутри страны и за рубежом компенсировал для зарубежного кредитования повышенные налоговые и правовые риски российских компаний, что хотя и удорожало LIBOR+, но сохраняло выгодность привлечения кредитных ресурсов с англосаксонского финансового рынка для финансирования российских инвестпроектов. Поэтому с 1990-х годов сформировалась именно такая устойчивая схема их финансирования.

Сжатие англосаксонского финансового рынка для российских заемщиков после 2014 года и окончательное его схлопывание после 2022 года оставило три ограниченных источника привлечения инвестиционных ресурсов (международный рынок вне англосаксонского сегмента, притом что китайское финансирование было в течение долгого времени дороже англосаксонского (рис. 1), бюджет, источники внутреннего накопления) и один неиспользуемый (госдолг). Остановимся на последнем.

Госдолг как инструмент роста

Россия находится в десятке стран с самым низким отношением госдолга к ВВП: 17,2% на конец 2022 года, 17,8% на 2023 год, восьмое место в мире. Министр финансов Антон Силуанов заявил в интервью RT 03.03.23, что доля госдолга в ВВП равна 15,1%, и это наше преимущество, которое дает нам возможность маневра с точки зрения операций на финансовом рынке и позволяет привлекать заимствования для покрытия расходов бюджета в будущем. Но низкая величина госдолга к ВВП - это скорее существенный текущий минус от неиспользования указанного министром преимущества для внутреннего заемного финансирования экономического роста за счет целевой эмиссии ЦБ (за такую модель ратуют уже упомянутый С. Глазьев, М. Ершов, А. Бабаков и другие специалисты).

Вопрос в том, какой объем долга к ВВП сверх текущего можно считать приемлемым, безопасным для экономического развития России. Медианное отношение госдолга к ВВП для развивающихся стран в 2021 году составило 57%. Поэтому наша страна находится в весьма комфортной зоне с точки зрения возможности наращивания госдолга для стимулирования экономического роста.

Понятно, что существует некое пороговое значение (для разных стран разное), при котором обслуживание долга начинает превышать инициированный наращиванием госдолга экономический рост и дополнительные бюджетные доходы и страна попадает в долговой кризис. Исследование Всемирного банка по 101 экономически развитому и развивающемуся государству (то есть половине странового состава ООН) за период 1980-2008 годов показало, что для обеих групп стран такое пороговое значение составляет 77%. Для развивающихся экономик пороговый эффект наступал при более низком уровне долга к ВВП, равном 64%. Эти пороговые значения хорошо вписываются в логику и количественные параметры уровня долга при проектном финансировании (60-80%).

Потенциал для развития

Президент ВТБ Андрей Костин в интервью РБК 11.09.23 заявил, что не считает нужным использование бюджетного правила или сохранение бездефицитного бюджета в нынешних условиях и считает возможным увеличение госдолга до примерно 40% ВВП. С этим стоит согласиться, если это будет целевая эмиссия на основе внебюджетного проектного финансирования под будущие доходы инвестпроектов.

По данным Росстата, в 2022 году ВВП России в абсолютном выражении составил 151,5 трлн руб. в текущих ценах. Рост госдолга с 15-18% до 40% (как предлагает Костин) означает потенциальную возможность привлечения дополнительно 33-38 трлн руб. для инвестиций. Это многократно превышает все существующие объемы и программы господдержки инвестиционных проектов (в рамках бездефицитного бюджета), многие из которых нацелены на расширение или удешевление существующих производств, - важная, нужная, полезная деятельность в рамках эволюционного НТП, но она не обеспечивает технологических прорывов в результате революционного НТП, ускоренного роста и обретения технологического суверенитета страны.

У многих в памяти долговые кризисы СССР 1990-1991 годов и России 1998 года, явившиеся результатами наращивания внешних и внутренних необеспеченных заимствований сверх возможностей их покрытия. Но в данном случае, подчеркну, речь идет о контролируемом увеличении внутреннего долга за счет обеспеченной целевой эмиссии, гарантией покрытия которой являются будущие доходы инвестпроектов, под реализацию которых эмитируются необходимые денежные средства. Они по цепочке инвестрасходов запускают мультипликативные производственные эффекты по всей стране. То есть фактически монетизируют сегодня будущие доходы инвестпроектов, реализуемых в рамках проектного финансирования. И не приводят к росту инфляции в отличие от потребительского кредитования в условиях ограниченного предложения, а также открывают возможности для рыночного финансирования проектов развития вне рамок всегда ограниченного бюджета.

P.S. Ключевая ставка и Стиглиц

В Центре Роберта Шумана Европейского университетского института (Флоренция, Италия) 28.09.23 состоялась лекция Джозефа Стиглица на тему «Новый мировой порядок». Нобелевский лауреат по экономике и жесткий критик неограниченного рынка особо отметил, насколько дорогим стало заемное финансирование: рост ключевых ставок ФРС США, европейского Центробанка, Банка Англии (рис. 1) привел к росту ставок МВФ, что с учетом допнадбавок достигает для некоторых заемщиков 8%. Для сравнения: при ключевой ставке ЦБР 13% итоговая ставка для заемщиков с допнадбавками (ЦБ + 5% как общее правило) составит 18%. Или более.

Отвечая на вопрос о роли центробанков, Стиглиц подчеркнул, что они знают только один инструмент борьбы с инфляцией - повышение учетной ставки, что ограничивает спрос, но не решает проблемы ликвидации дефицита со стороны предложения, более того, угнетает наращивание предложения, не приводит к увеличению выпуска товаров, необходимого для ликвидации дефицита и снижения инфляции. Стиглиц акцентировал внимание на тормозящем экономический рост влиянии запретительно высокой ключевой ставки в контексте зеленого перехода, говоря, что она делает невозможным финансирование новых зеленых технологий. Но его аргументация справедлива в отношении любых новых технологий, обеспечивающих рывок в экономическом развитии страны за счет прорыва в конкурентоспособности и расширении

рыночной ниши на том или ином направлении. Такое вряд ли возможно при ключевой ставке ЦБ, которая является запретительно высокой по логике нобелевского лауреата, а по меркам дореволюционной России являлась бы «ростовщической» и уголовно наказуемой.

Увеличение долга к ВВП в зоне комфортных значений за счет целевой эмиссии ЦБР под проектное финансирование прорывных инвестпроектов при низкой ставке кредитования может внести свой вклад в финансирование научнотехнических прорывов, стимулирование революционного НТП, выведение России на траекторию ускоренного роста, формирования новых конкурентных преимуществ и перехода на новый технологический уклад, обеспечивающий повышение жизненного уровня населения страны. Ведь именно это является главной задачей ответственной экономической политики.