

## ОТРЫВ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ОТ ПРИБЫЛЬНОСТИ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА: ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ

С. А. Наджафов

*Общественная организация «Содействие Свободной Экономике»*

Поступила в редакцию 20 марта 2012 г.

**Аннотация:** в статье утверждается, что долговая дефляция, отрыв обязательств должников от активов, проблема ликвидной ловушки, информационной асимметрии и инвестиционной близорукости связаны с отрывом процентной ставки от прибыльности реального сектора и решением данных проблем является увязка процентных ставок с прибыльностью реального сектора, которая обеспечивается посредством выплат процентов из прибылей.

**Ключевые слова:** долговая дефляция, отрыв обязательств должников от активов, ликвидная ловушка, информационная асимметрия, инвестиционная близорукость, увязка процентных ставок с прибыльностью реального сектора, выплата процентов из прибылей.

**Abstract:** it is affirmed in article that debt deflation, decoupling of debtors' liability from assets, the problem of liquidity trap, information asymmetry and "Investor Myopia" is connected with decoupling of interest rate from profitability of real sector, and decision of these problems is coupling of interest rate with profitability of real sector that is ensured by payment of interest from profit.

**Key words:** debt deflation, decoupling of debtors' liability from assets, liquidity trap, information asymmetry, "Investor Myopia", coupling of interest rate with profitability of real sector, payment of interest from profit.

Пик интереса к проблеме отрыва процентной ставки от прибыльности в реальном секторе приходится на 1990-е гг., когда, вследствие того что процентная ставка стала менее связана с состоянием реального сектора и все в большей степени определяться процессами, происходившими в финансовой сфере, доходность финансовых вложений и уровень процентной ставки на мировых рынках стали превышать прибыльность реального сектора [1].

В данной статье отрыв процентной ставки от прибыльности реального сектора исследуется в контексте долговой дефляции, отрыва обязательств от активов, ликвидной ловушки, информационной асимметрии и инвестиционной близорукости, и утверждается, что решением данных проблем является увязка процентных ставок с прибыльностью реального сектора, которая обеспечивается посредством выплат процентов из прибылей.

Прежде всего, стоит отметить, что отрыв процентной ставки от прибыльности реального сектора имеет естественную причину и обусловлен различным характером реального и финансового капитала. Так как деньги являются самым ликвидным активом и самым распространенным средством хранения, то и спрос на них более устойчив, чем спрос на реальные активы. Это особенно ясно

проявляется в периоды кризисов, когда при снижении спроса на товары и услуги, спрос на деньги сокращается незначительно. Это, в свою очередь, объясняет, почему, несмотря на кризис и дефляцию, процентная ставка менее склонна к снижению, и для ее снижения требуется масштабная денежная эмиссия.

Проблема *долговой дефляции* стала вновь актуальной в ходе мирового экономического кризиса, когда долговые проблемы вызывают сокращение совокупного спроса и повышают риски дефляции. По мнению Фишера, решением проблемы долговой дефляции является стимулирование инфляции [2]. Однако рост инфляции при наличии долговых проблем в экономике – труднодостижимая цель. Примером служат ситуации в Японии и США, где, несмотря на масштабные вливания денег, стимулировать спрос и преодолеть угрозу дефляции не удается.

На наш взгляд, долговую дефляцию можно избежать посредством увязки процентных выплат с прибылями должников. Лишь в условиях превышения обязательств должников, их прибылей обслуживание долга уменьшает совокупный спрос и вызывает дефляционные процессы. В условиях, когда прибыли должников превышают выплаты по долгу, выплата процентов не будет сопровождаться снижением спроса со стороны должников.

Именно с риском разрыва между обязательствами и активами хозяйственных агентов связана проблема ликвидной ловушки. Это можно наблюдать в Японии, где после разрыва пузыря активов в 80-е гг. прошлого века огромное количество частных компаний оказалось в ситуации технических банкротств: их активы, воплощенные в недвижимости и ценных бумагах, резко упали в цене, тогда как пассивы и обязательства остались неизменными. Требования по пополнению залоговой стоимости также неблагоприятно действовали на балансовые счета компаний. Все это увеличило риск банкротств фирм и «страх» перед банками, в результате чего начался процесс бегства компаний от кредита – экстренное погашение старых долгов и отказ от привлечения новых, которые продолжа-

ются до сегодняшнего дня [3] (рис. 1). Снижение же спроса на кредит вызвало снижение процентной ставки практически до нуля, что, в свою очередь, привело к уменьшению стимулов к вложению депозитов (таблица, рис. 2).

Вместе с тем стоит отметить, что в отличие от японского кризиса особенностью последнего, глобального деривативно-долгового кризиса является то, что с проблемами по обслуживанию обязательств столкнулись не только корпорации, но и банки, и финансовый сектор, вовлеченный в операции с деривативами. Именно данная синхронность существенно затрудняет выход мировой экономики из кризиса.

Как известно, существенный вклад в исследование проблемы неплатежеспособности компаний

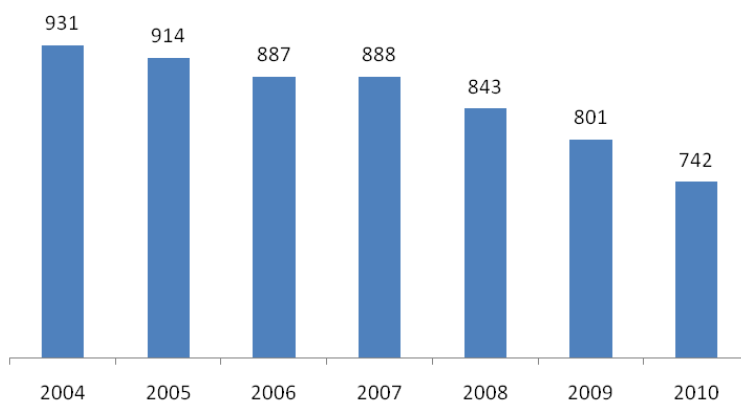


Рис. 1. Кредиты нефинансовым корпорациям в Японии (на конец периода), трлн иен

Т а б л и ц а

Процентные ставки в Японии

	2002	2004	2006	2008	2009	2010	2011
Ставки по кредитам	1,9	1,77	1,67	1,91	1,72	1,6	1,5
По срочным депозитам	0,04	0,08	0,68	0,59	0,44	0,5	0,46

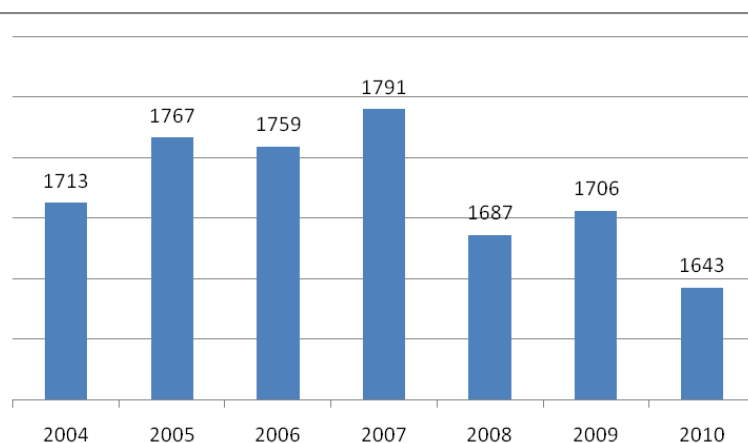


Рис. 2. Объем депозитов в Японии (на конец периода), трлн иен

перед финансовым сектором внес Мински, который, исследуя механизмы Понци-финансирования (практика погашения долгов посредством нового заимствования), выдвинул гипотезу финансовой хрупкости [4], обусловленную превышением обязательств над активами, когда должник, не способный выплатить долг и проценты по нему, для погашения задолженности вынужден делать новые, зачастую по более высоким процентным ставкам, заимствования. Помимо того, что фирмы попадают в долговую ловушку, происходит также перелив капитала от наиболее успешных к наименее успешным фирмам и банкам: рост финансирования неэффективных компаний отвлекает банковские ресурсы от более эффективного размещения средств.

Понци-финансирование связано также с практикой финансирования долгосрочных активов посредством краткосрочных обязательств, что встречается не только среди фирм, но также среди банков, практикующих выдачу долгосрочных кредитов за счет краткосрочных обязательств, что ведет к разрыву между сроками погашения активов и пассивов и предполагает выплату обязательств за счет нового заимствования.

Стоит отметить, что секьюритизация активов и выпуск различного рода деривативов, когда инвестиционные фонды приобретают долгосрочные ценные бумаги и выпускают под их обеспечение краткосрочные коммерческие бумаги несколькими траншами, по сути, также представляют собой финансирование долгосрочных инвестиций посредством краткосрочных обязательств, т.е. являются разновидностью Понци-финансирования.

Данные финансовые пирамидные схемы крайне неблагоприятно влияют на развитие финансового рынка и экономики в целом.

В частности, схемы Понци-финансирования ухудшают оценку кредитных рисков: возврат кредитов за счет нового заимствования создает видимость нормального обслуживания обязательств, что не позволяет адекватно оценивать риски должников. Помимо того, что должники попадают в долговую ловушку, происходит также перелив капитала от наиболее успешных к наименее успешным фирмам: рост финансирования неэффективных компаний отвлекает финансовые ресурсы от более эффективного размещения средств.

Стоит отметить, что Мински для предотвращения проблемы Понци-финансирования предлагает законодательное ограничение на краткосрочное финансирование долгосрочных вложений [5], которое, однако, трудно применить на практике.

Решение проблемы Понци-финансирования, так же, как и ликвидной ловушки, связано с пересмотром отношений между фирмами и банками. Дело в том, что проблемы бегства от кредитов, Понци-финансирования и финансовой хрупкости, причиной которых является превышение обязательств должников над активами, составляют неотъемлемую часть экономики, основанную на долговых отношениях. Поэтому их решение в условиях экономики, где господствуют основанные на процентных ставках долговые отношения, не представляется возможным. Решить данные проблемы можно лишь посредством отказа от долгового и перехода на инвестиционное финансирование. Инвестиционное финансирование, во-первых, предотвратив превышение обязательств над активами, уменьшит риск банкротств, что, в свою очередь, будет способствовать активизации спроса на кредиты. Во-вторых, участие в прибылях, предотвратив превышение обязательств над активами, предотвратит практику финансирования долгов посредством новых заимствований. В-третьих требование выплаты процентов от прибылей, предотвратив случаи финансирования долгосрочных инвестиций за счет краткосрочных обязательств, позволит решить проблему финансовой хрупкости.

Переход к инвестиционному финансированию выгоден и для банков, так как депозиты, размещаемые в банках, также будут представлять не долговое обязательство, а инвестиции. Причем вклады в банки необходимо разделить на сберегательные и инвестиционные. Так, при желании просто отложить деньги на будущее, индивидуум может сделать беспроцентный вклад, представляющий собой долговое обязательство, при желании же приумножить свое богатство владелец сбережений может воспользоваться инвестиционным вкладом, представляющим участие в прибыли. При этом обязательное страхование и индексация должны распространяться только лишь на сберегательные, бездоходные вклады, что может привести к уменьшению проблемы *moral hazard*.

Отрыв процентной ставки от прибыльности в реальном секторе, а также требование выплаты процентов независимо от прибылей, повышая риск неплатежеспособности, вызывают также *информационную асимметрию и проблему неблагоприятного выбора*:

1) чем выше процентная ставка по сравнению с прибыльностью реального сектора, тем выше альтернативная стоимость кредитов реального

сектора и, таким образом, выше стимулы кредитования более рискованных по сравнению с реальным сектором сфер;

2) чем выше процентная ставка по сравнению с реальным сектором, тем выше количество лиц, занятых в более рискованных сферах, что заставляет банки быть более осторожными при выдаче кредитов;

3) банки зачастую предпочитают кредитовать не более эффективные предприятия, а предприятия, имеющие залоги, но являющиеся менее эффективными;

4) предприятия, вследствие риска неплатежеспособности, когда доходы и активы в будущем могут оказаться не достаточными для погашения обязательств, уменьшают спрос на кредиты [5] и выбирают другие, менее эффективные источники финансирования инвестиций, в частности вынуждены поддерживать более высокую ценовую маржу на продукцию.

Отрыв процентной ставки от реального сектора и требование выплаты процентов и обязательств не зависимо от прибылей, а также информационная асимметрия и проблема неблагоприятного выбора вызывают также так называемую *инвестиционную близорукость*. С одной стороны, фирмы, опасаясь оказаться не платежеспособными перед банками, уменьшают спрос на крупные долгосрочные кредиты и таким образом ограничивают долгосрочное инвестирование. С другой стороны, наличие информационной асимметрии и высокая степень неопределенности ограничивают выдачу банками долгосрочных кредитов.

Однако ограничение со стороны банков долгосрочных кредитов вынуждает фирмы финансировать долгосрочные инвестиции за счет краткосрочных кредитов, что, как показано выше, предполагает выплату кредитов за счет нового заимствования, т.е. распространение в экономике схем Понци-финансирования. Причем И. Розмаинский отмечает, что при превращении инвестиционной близорукости в привычку невозможно стимулировать долгосрочные вложения лишь с помощью монетарной политики. Инвестиционная близорукость преодолевается только лишь через изменение формальных и неформальных правил игры, отказ от идеи быстрого обогащения любой ценой [6].

Соглашаясь с Розмаинским, можно сказать, что инвестиционную близорукость банков и фирм и их нежелание осуществлять долгосрочные вложения можно преодолеть посредством увязки процентных выплат с прибылями. Данная мера, с одной сторо-

ны, позволит устранить опасения фирм столкнуться с проблемами при выплате кредита, т.е. опасения оказаться финансово несостоятельными, и, тем самым, повысит спрос на долгосрочные кредиты, а с другой – уменьшит информационную асимметрию и риски кредитования, что будет благоприятствовать росту крупных долгосрочных кредитов со стороны банков.

Противники выплаты процентов от прибылей утверждают, что инвестиции являются активами, не обеспеченными залогом, что, в свою очередь, повышает уязвимость банков при неэффективных инвестициях. Однако этому можно возразить тем, что уязвимость банков повышается именно из-за наличия залога.

Во-первых, зависимость стоимости залогового обеспечения от процентной ставки делает ее волатильной, что повышает уязвимость банков.

Во-вторых, при залоговом обеспечении кредитов банки склонны выдавать более рискованные кредиты, так как банки считают, что при невозврате кредитов убытки могут быть возмещены залогом. В частности, выдача рискованных кредитов является одной из причин последнего кредитного кризиса в США. Так, выдаваемые ипотечные кредиты зачастую изначально были рискованными, поскольку выдавались людям с низкой кредитоспособностью и с учетом ожидаемого роста цен на недвижимость, в результате которого объем кредитов превышал стоимость закладываемой недвижимости. Когда же рост цен на недвижимость замедлился и даже снизился, повысился объем невозвращенных кредитов [7]. Таким образом, наличие залога повышает вероятность выдачи рискованных кредитов.

В-третьих, требование залогового обеспечения повышает информационную асимметрию в банковском секторе, так как при залоговом обеспечении получателями кредитов зачастую являются не эффективные предприятия, а те, которые предоставили залог.

Таким образом, наличие залогового обеспечения может не уменьшать, а, наоборот, повышать уязвимость банков и способствовать банковскому кризису.

Итак, проблема долговой дефляции, Понци-финансирования и ликвидной ловушки, информационная асимметрия, инвестиционная близорукость обусловлены разрывом между обязательствами и активами должников. Решение данных проблем представляется возможным лишь посредством пересмотра отношений между фирмами и банками,

отказа от долгового и перехода на инвестиционное финансирование.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Левина И.* К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9.

2. *Fisher I.* The debt-deflation theory of great depressions / I. Fisher // *Econometrica*. – Mode of access : <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf> (дата обращения: 24.02.2010).

3. *Ивантер А.* Все как от огня шарахаются от кредитов / А. Ивантер // Эксперт. – 2009. – № 15.

*Общественная Организация «Содействие Свободной Экономике»*

*Наджафов С. А., эксперт по экономике*

*E-mail: salman.alioglu@gmail.com*

*Тел.: (+994) 505-294-867*

4. The Financial Instability Hypothesis by Hyman P. Minsky // Working Paper No. 74. May 1992 / The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. – Mode of access : <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf> (дата обращения: 24.02.2010).

5. *Розмаинский И.* Посткейнсианская макроэкономика : основные аспекты / И. Розмаинский // Вопросы экономики. – 2006. – № 5.

6. *Розмаинский И.* «Инвестиционная близорукость» в посткейнсианской теории и в российской экономике / И. Розмаинский // Вопросы экономики. – 2006. – № 9.

7. *Ершов М.* Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности / М. Ершов // Вопросы экономики. – 2007. – № 12.

*Public Association for Assistance to Free Economy*

*Najafov S. A., Expert*

*E-mail: salman.alioglu@gmail.com*

*Tel.: (+994) 505-294-867*