

## Рефинансирование как механизм стимулирования экономического роста России: опыт Банка Англии для Банка России

© 2015 Грачев Григорий Владимирович  
Санкт-Петербургский государственный университет  
199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7-9  
E-mail: grigory.grachev@gmail.com

Рассматривается монетарный механизм стимулирования экономического роста. Оценивается политика “дешевых денег” Банка Англии с целью предоставления дополнительной ликвидности реальному сектору экономики и возможность применения аналогичных мер в современных экономических условиях России.

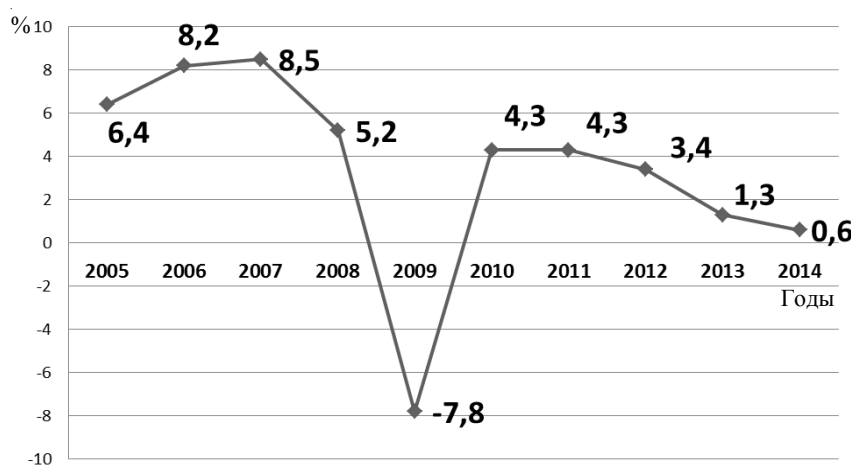
*Ключевые слова:* Банк России, Банк Англии, денежно-кредитная политика, экономический рост, инфляция, кредитование, рефинансирование.

Одной из ключевых целей деятельности центральных банков, экономических блоков правительств государств мира является обеспечение приемлемых для экономики темпов экономического роста. Очевидно, что при циклическом развитии экономики в случае возникновения диспропорций и бума в определенных секторах экономики задача регуляторов (прежде всего, центральных банков) – сдерживать экономическую динамику и нивелировать потенциальный негативный эффект. Вместе с тем, в 2010–2015 гг. наиболее экономически развитые государства мира сталкиваются с обратной ситуацией, когда возникает необходимость предотвращать вялотекущую экономическую депрессию, “перезапустить” экономику и выводить ее на новый виток роста. Для современной России данная тема имеет особую актуальность: в условиях разворачивающейся рецессии (прогноз Министерства экономического развития предполагает снижение в 2015 г. ВВП РФ на 3 %) <sup>1</sup>, спада цен на нефть – ключевого экспортного товара (падение на 58 % с августа 2014 г. по январь 2015 г.), закрытости внешних рынков (вследствие санкций и ухудшения кредитных рейтингов нашей страны ведущими мировыми рейтинговыми агентствами) <sup>2</sup>. Сложилась новая экономическая реальность, в которой ЦБ РФ необходимо использовать инструменты, с одной стороны, адресно стимулирующие экономический рост в реальном секторе, с другой – минимально воздействующие на инфляционное давление на экономику. Таким инструментом может стать механизм, рассматриваемый в данной статье.

В большинстве стимулирующих программ, применяемых центральными банками G20 в посткризисный период, основной упор продолжает

делаться на поддержку финансового сектора. Регуляторы полагают, что вливание средств в него поможет вывести экономику из кризисного состояния. Для этого центральные банки проводят крупные раунды выкупа преддефолтных активов, осуществляют операции, позволяющие очистить балансы банков от долгов проблемных эмитентов. ФРС США в 2009–2015 гг. проводил программы “количественного смягчения” и операцию “Твист” (по сути, также печатая новые доллары и выкупая государственные облигации с открытого рынка); ЕЦБ способствует реструктуризации государственного долга проблемных стран еврозоны и в январе 2015 г. объявляет о программе, аналогичной американскому “количественному смягчению”. Все эти действия лишь частично влияют на реальный сектор, поскольку большей частью осуществляются в финансовой сфере. Финансовые рынки “научились” зарабатывать деньги в отрыве от реальных активов. Эффект, оказываемый такими программами, зачастую носит краткосрочный характер и в действительности имеет ограниченное влияние на реальную экономику. Более того, механистический перенос американского “количественного смягчения” в Европу не дает такого же сильного эффекта по причине глубоких структурных разрывов между экономиками еврозоны.

Идея перезапуска мировой экономики при помощи наращивания денежной массы не является в корне неверной: не все “новые деньги” доходят до реального сектора, они частично поглощаются рынками акций, долгового капитала и иными финансовыми инструментами, рискуя в будущем спровоцировать более глубокий кризис. Очевидно, что мировой экономике необходимы дополнительные каналы стимулирования



**Рис. Темпы роста ВВП России, 2005-2014 гг.**

*Источник.* Национальные счета - Федеральная служба государственной статистики. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/accounts](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts).

роста и, прежде всего, каналы, предоставляющие новую ликвидность за пределы финансового сектора.

Один из способов разрешения данной проблемы предложил Банк Англии. Согласно программе «Фондирование для кредитования» (*Funding for Lending*)<sup>3</sup>, британские банки на определенных условиях могут рефинансировать часть своего кредитного портфеля под более низкие процентные ставки по сравнению со ставкой рефинансирования. Процентная ставка по таким долгосрочным займам может видоизменяться в соответствии с динамикой кредитного портфеля банка. При увеличении прямого кредитования реального сектора и росте кредитного портфеля коммерческий банк будет получать больший доступ к льготным ресурсам<sup>4</sup>. В противовес этому при снижении объема кредитного портфеля банка по сравнению с предыдущим периодом стоимость привлечения средств будет повышаться и, более того, в некоторых случаях даже превышать ставку рефинансирования. В текущих условиях программы Банк Англии предоставляет ликвидность на 25 базисных пунктов ниже ключевой процентной ставки. Использование этой программы в 2013 г. уже позволило нарастить объем кредитования британских компаний на 9 % и снизить стоимость заемных денег для них на 1-1,5 %<sup>5</sup>. Такая схема создает целую систему сдержек и противовесов, эффективно позволяя стимулировать коммерческие банки к наращиванию кредитной активности.

Функционирование денежно-кредитной системы России, в первую очередь, должно быть направлено не только на сдерживание инфляции, но и на стимулирование экономического роста. Курс на сглаживание инфляционных шо-

ков для экономики, реализуемый в настоящий момент, не способствует экономическому росту в стране. Темпы прироста ВВП в России снижаются с 2011 г., и существенный вклад в замедление экономической динамики вносит реальный сектор отечественной экономики (см. рисунок).

Ключевой причиной замедления темпов роста российского реального сектора в 2011-2014 гг. остается невозможность привлечь «дешевые длинные деньги»: кредиты, способные обеспечить реализацию длительных инвестиционных проектов, развитие инфраструктуры, обновление основных фондов. Отечественные коммерческие банки не могут предоставить реальному сектору необходимую ликвидность на долгий срок. Ключевой причиной этого является отсутствие необходимого дешевого рефинансирования. Ряд исследователей отмечает недостаточное использование отечественным Центральным банком инструментов рефинансирования<sup>6</sup>. Российские банки получают длинную ликвидность, либо привлекая депозиты с рынка, либо используя источники ликвидности за рубежом. Инструменты, предлагаемые Центральным банком, выступают как источники предоставления короткой ликвидности (овернайт, РЕПО на короткие сроки); регулярно используемые инструменты предоставления длинной ликвидности (1 год и более) отсутствуют<sup>7</sup>.

Банк России фактически использует один канал денежно-кредитной эмиссии - валютный, практически не проводя прямую эмиссию денег, и, что немаловажно, не предоставляет экономике длинных кредитов. Центральный банк в состоянии проводить самостоятельную денежно-кредитную политику и проводить эмиссию денег, обеспеченную не только валютными поступ-

лениями, но и реальными активами. Одним из способов разрешения проблем, связанных с замедлением отечественной экономики и недополучением “дешевых денег” реальным сектором, являются целевые кредиты Банка России или займы отечественным компаниям, косвенно субсидируемые Банком России.

Президентом В.В. Путиным в мае 2014 г. была озвучена схожая идея о стимулировании экономического роста посредством привлечения “дешевых денег” для общего расширения денежной массы<sup>8</sup>. Суть данной идеи - льготное рефинансирование банков, кредитующих долгосрочные инвестиционные проекты по субсидируемым ставкам (инфляция +1 %). Фактически речь идет о предоставлении системно значимым банкам дополнительных средств под низкий процент, чтобы они, в свою очередь, направляли их на так называемое “проектное финансирование”, заключающееся в предоставлении ресурсов на длительный срок, а также гибких, необременительных для инвестора условиях кредита. На текущий момент (февраль 2015 г.) соответствующее предложение так и осталось на уровне идеи. Ликвидность не предоставляется таким способом, более того, у Банка России даже нет инструмента, позволяющего предоставлять ликвидность на таких условиях.

В связи со сложившейся политической ситуацией вокруг украинского кризиса, с влиянием внешних санкций коммерческим банкам выход на международный рынок денег и капитала оказался практически закрыт. Возможность получения “дешевых денег” за рубежом утрачена, что привело к увеличению стоимости кредита внутри страны. Последовательный цикл повышения ключевой процентной ставки Банка России (с 5 ноября 2014 г. до 2 февраля ставка выросла с 8 до 17 %, после чего 2 февраля была незначительно снижена до 15 %) привел к пропорциональному росту стоимости заимствований для компаний. Все вышесказанное стало основанием для условий, в которых реальный сектор экономики оказался не в состоянии привлечь не просто “дешевое”, а практически любое финансирование, поскольку в условиях сжатия ликвидности коммерческие банки не в состоянии кредитовать экономику. В подобных обстоятельствах первоочередной целью Банка России станет задача стабилизации экономики и создания возможностей для экономического роста.

После некоторого восстановления и стабилизации экономики, актуализируется запрос на предоставление “дешевых денег” коммерческим банкам с последующим их переливом в реальный сектор через проектное финансирование.

Более того, такая задача является первоочередной, учитывая давление “кредитного голодания” и фактическую невозможность рефинансировать имеющуюся задолженность. Целевое кредитование в этом случае представляется одним из наиболее подходящих инструментов расширения денежной массы. Предоставление коммерческим банкам дополнительной ликвидности является эффективным способом увеличения денежного агрегата М2 (включающий в себя: наличные деньги в обращении, чеки, вклады до востребования, в том числе банковские дебетовые карты, и срочные вклады).

Кроме того, вливание денег в экономику именно через канал рефинансирования предоставляет определенные возможности по контролю над финансовыми потоками. В значительной степени можно будет снизить риски перелива средств в финансовый сектор экономики и оттока капитала за рубеж. Это позволит с наименьшими потерями направить дополнительную ликвидность напрямую в канал финансирования реального сектора, что обеспечит увеличение инвестиционной активности и общий экономический рост.

Еще одним инструментом расширения денежной массы и стимулирования экономического роста является реализация крупных инфраструктурных проектов национального масштаба. Однако здесь следует отметить, что данная мера в строгом смысле напрямую не относится к политике ЦБ РФ. Несмотря на то, что Банк России отвечает за управление международными резервами страны, к принятию стратегических решений относительно расходования средств из суверенных фондов он отношения не имеет. Ликвидность в данном случае будет направляться в реальный сектор посредством увеличения государственных расходов и срабатывания соответствующего мультипликационного эффекта.

Современный этап развития отечественной экономики характеризуется возрастающими рисками рецессии. Стимулирование инвестиций, инфраструктурных проектов, деловой активности является действенным способом восстановления экономики и выхода на траекторию экономического роста. Но такое восстановление невозможно без доступного для экономики кредита. В связи с тем что доступ коммерческих банков к финансовым ресурсам за рубежом практически закрыт, теперь ЦБ является основным кредитором. Именно от проводимой им процентной политики и рефинансирования зависят объемы кредитования коммерческих банков, уровни процентных ставок и процесс перелива капитала в реальный сектор экономики. В конечном счете

от этого зависит и глубина рецессии, в которую входит отечественная экономика, и способность обеспечить пострецессионный рост экономики.

Классическое рефинансирование влечет за собой определенные риски, в частности, риск оттока капитала из страны и спекулятивный характер использования полученных средств. Однако рефинансирование под реальные инфраструктурные проекты способно обеспечить мультипликационный эффект, который приведет к реальному росту национальной экономики России.

<sup>1</sup> Минэкономразвития ухудшило прогноз по падению ВВП в 2015 году до 3 %. URL: <http://www.interfax.ru/business/421290>.

<sup>2</sup> Суверенный рейтинг Российской Федерации. Standard & Poor's. URL: <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/ru/ru/?subSectorCode=39&sectorId=1245315985135&subSectorId=1245318409600>.

<sup>3</sup> Making it easier to set up and grow a business. UK Treasury. URL: [http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon\\_fundingforlending\\_index.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon_fundingforlending_index.htm).

<sup>4</sup> Funding for Lending Scheme - Bank of England. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx>.

<sup>5</sup> Inflation report, p. 14-15 - Bank of England. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2014/ir14may.pdf>.

<sup>6</sup> *Семагин И.А.* Повышение эффективности применения государством денежно-кредитных инструментов // Экономические науки. 2010. □ 6 (67). С. 157.

<sup>7</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. URL: <http://www.cbr.ru/Publ/Vestnik/ves131126067.pdf>.

<sup>8</sup> Путин объявил о докапитализации системно значимых банков. URL: <http://top.rbc.ru/economics/23/05/2014/925914.shtml>.

*Поступила в редакцию 06.02.2015 г.*