

УДК 336.717
JEL E400, E430, E500

Процентная политика Банка России в условиях рецессии балансовых счетов

АНДРЮШИН СЕРГЕЙ АНАТОЛЬЕВИЧ,

д-р экон. наук, профессор Института экономики РАН, ответственный секретарь Комиссии РСПП по банкам и банковской деятельности, Москва, Россия
sandr956@gmail.com

КУЗНЕЦОВА ВАЛЕНТИНА ВИЛЬЕВНА,

канд. ист. наук, доцент, МГУ им. М.В. Ломоносова, член Экспертной группы Комиссии РСПП по банкам и банковской деятельности, Москва, Россия
vkuz_55@mail.ru

Аннотация. В статье показано, что в условиях рецессии балансовых счетов существующая процентная политика Банка России является неэффективной. Замедление темпов инфляции в 2016–2017 гг. обусловлено не мерами монетарного воздействия Банка России, а иными факторами: притоками спекулятивного капитала и вызванного этим укреплением курса рубля, снижением потребительского и инвестиционного спроса, низкой кредитной активностью банков. В условиях финансовых санкций, сильного воздействия внешнего притока спекулятивного капитала на рубль и наличия в экономике рецессии балансовых счетов Банку России следует изменить инструментарий монетарной политики и повысить степень согласованности мер денежно-кредитной, бюджетной и долговой политики. Банку России целесообразно запустить механизм финансовых репрессий, реализуемый в рамках программы количественных послаблений, утвержденной в апреле 2017 г. Государственной Думой в третьем чтении. Это позволит в среднесрочной перспективе создать условия для перехода российской экономики к экономике роста, поставить на якорь долгосрочные инфляционные ожидания, способствовать разрешению проблемы плохих долгов и повысить кредитную активность банков в реальной экономике.

Ключевые слова: Банк России, банковский сектор; денежно-кредитная политика; дефицит/профицит ликвидности; долговой рынок; консолидация; кредитная активность; корпоративный сектор.

The Bank of Russia Interest-rate Policy in Terms of Balance Accounts Recession

ANDRYUSHIN S.A.,

Doctor of Economics, Professor, Lead researcher of the Institute of Economics RAS, Executive Secretary, RSPP Commission on Banks and Banking, Moscow, Russia
sandr956@gmail.com

KUZNETSOVA V.V.,

PhD in History, Lecturer, M.V. Lomonosov Moscow State University, Member of the Expert Group of the RSPP Commission on Banks and Banking, Moscow, Russia
vkuz_55@mail.ru

Abstract. The paper shows that the Bank of Russia current interest rate policy is not efficient in conditions of balance accounts recession. Inflation slowing in 2016–2017 is not driving by the Bank of Russia monetary

impact measures, but by such factors as speculative capitals inflows, and pressed by it ruble's revaluation, consumer and investment demand decrease, banks low credit activity. In financial sanctions situation, external inflow of speculative capitals intense pressure on ruble, and balance accounts recession the Bank of Russia should change the monetary policy tools, and enhance coherence of monetary, fiscal, and debt policies. It's desirable for the Bank of Russia to deploy the financial repression mechanism under quantitative easing program, which approved by the State Duma in the third reading in April 2017. In middle term it allows to form conditions for the Russian economy transition to economic growth, to anchor long term inflation expectations, to resolve the bad debts problem, and to induce the bank's credit activity for real economy.

Keywords: The Bank of Russia; banking sector; monetary policy; liquidity deficit/profit; debt market; consolidation; credit activity; corporate sector.

В настоящее время кредитная активность российских банков на низком уровне, хотя официально с середины 2016 г. банковский сектор находится в состоянии структурного профицита ликвидности. Оценивая результативность денежно-кредитной политики (ДКП) в 2016 г., Банк России полагает, что, благодаря осуществляемой с 2015 г. политике таргетирования инфляции, в стране созданы все необходимые условия для устойчивого экономического роста и социального благополучия. В качестве подтверждения указывается, что в феврале 2017 г. годовая инфляция снизилась до 4,6%, а на середину апреля — до 4,1%, приблизившись к установленному Банком России целевому значению в 4%. Но, несмотря на успехи дезинфляции, стоимость денег в экономике остается по-прежнему высокой, о чем свидетельствуют уровни среднерыночных номинальных кредитных процентных ставок, превышающих как минимум в 3 раза официальный темп инфляции.

Сжатие совокупного предложения кредита, наряду с сокращением спроса на кредит со стороны хозяйствующих субъектов, было одной из важных причин медленного посткризисного восстановления российской экономики — –3,7 п.п. в 2015 г. и –0,2 п.п. в 2016 г. Перспективы экономического роста во многом зависят от контекста общей стратегии макроэкономической и финансовой политики, а также от перспектив преодоления в экономике структурных ограничений, на которые Банк России может воздействовать лишь косвенно. В то же время в текущих макроэкономических условиях процентная политика Банка России по объективным причинам не стала основным катализатором экономического роста.

В условиях рецессии балансовых счетов проводимая Банком России процентная политика эффективна не как фактор, стимулирующий кредитование и модель долгового финансирования развития, а как фактор борьбы с инфляцией. Поэтому на нынешнем этапе процентная политика успешно решает в первую

очередь иную задачу — стабилизацию ситуации в бюджетной сфере и снижение инвалютного долгового бремени крупнейших национальных корпораций. Частично неэффективность процентной политики Банка России признают и его эксперты, отмечая, что в настоящее время регулятор не в состоянии воздействовать на внутренний совокупный спрос посредством изменения только одного операционного инструмента — ключевой процентной ставки [1].

Ограниченная невосприимчивость внутреннего совокупного спроса к процентной политике Центрального банка означает, что наблюдаемая в последние 1,5 года дезинфляция происходила не столько в силу монетарных мер Банка России, сколько вопреки им. Под давлением вынужденного делевериджа домашние хозяйства и предприятия снижали свои расходы, а сокращение потребительского и инвестиционного спроса оказывало сильное понижающее давление на конечные цены.

В условиях антироссийских финансовых санкций и высокого уровня инвалютного корпоративного долга Банк России оказался перед сложным выбором:

- снижать ключевую процентную ставку, чтобы поддерживать бизнес сильно закредитованных предприятий (но такая политика будет поддерживать неэффективные предприятия и способна привести к еще более суровому кризису);
- поддерживать ключевую процентную ставку на высоком уровне в целях пополнения официальных валютных резервов и облегчения возможностей крупных предприятий, которые в условиях западных финансовых санкций не могли обслуживать накопленную инвалютную задолженность, рефинансировать ее.

В силу системной значимости крупных предприятий для национальной экономики Центральный банк выбрал второй вариант процентной политики. Но ценой такого выбора стали медленное восстановление национальной экономики и снижение среднедуше-

вых доходов населения. С началом возобновления положительных темпов экономического роста Банк России несколько меняет инструментарий процентной политики, однако успех корректировки будет зависеть от согласованности мер ДКП, бюджетной и долговой политики.

В текущих условиях, как представляется, Банк России намерен применять инструменты, которые будут способствовать преодолению негативных последствий для национальной экономики жестких бюджетных ограничений у хозяйствующих субъектов. Утвержденный в третьем чтении депутатами Государственной Думы в апреле 2017 г. закон о Фонде консолидации банковского сектора содержит ряд норм, которые закладывают юридические основы для реализации программы количественных послаблений в нашей стране.

В случае успешной реализации намеченных изменений в тактике ДКП в среднесрочной перспективе будут созданы достаточные условия для перехода российской экономики к экономике роста, стабилизации долгосрочных инфляционных ожиданий, разрешения проблемы «плохих долгов» и стимулирования предложения кредитов для предприятий реального сектора экономики.

Рецессия балансовых счетов реальной экономики

В настоящее время у значительной части российских предприятий сложное финансовое положение, высокие уровни долговой нагрузки; растут объемы дебиторской и кредиторской задолженности, т.е. они находятся в состоянии, получившем в литературе по экономическому анализу название «рецессия балансовых счетов». Предприятия из-за обрушения цен на активы, увеличения долговой нагрузки, значительных макроэкономических неопределенностей и высокой стоимости заемных средств резко снизили спрос на кредиты. Большинство организаций реального сектора, чтобы остаться на рынке, сменили модель бизнеса — вместо экспансии стали сокращать текущие расходы и активно погашать накопленную задолженность, прежде всего перед коммерческими банками.

Многие российские предприятия, особенно в 2015–2016 гг., поменяли бизнес-модель своей деятельности, перейдя от модели максимизации прибыли к модели минимизации убытков (долгов). В результате погашения ранее накопленных долгов и убытков прибыль российских предприятий в последние годы неуклонно сокращалась, а из-за сжатия потребительского спроса

их потребность в дополнительном кредитовании снижалась. Впредь предприятия стараются не наращивать свою задолженность за счет новых кредитов, тем более по ставкам, превышающим их норму рентабельности. Однако, по данным Федеральной службы государственной статистики (URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/), значительная часть предприятий показывает в финансовой отчетности большие объемы как кредиторской (в том числе за счет реструктуризации ранее привлеченных кредитов), так и дебиторской задолженности. Тот факт, что дебиторская задолженность предприятий стала накапливаться быстрее кредиторской, может свидетельствовать об усилении риска развития кризиса взаимных неплатежей. Более того, в стране стала увеличиваться доля предприятий, у которых рыночная стоимость активов неуклонно сокращается или темпы роста стоимости активов существенно замедляются [2].

Смена модели бизнеса производительных предприятий привела к тому, что российские банки начиная с 2015 г. практически перестали наращивать физические объемы кредитования организаций реальной экономики. Так, за последние полтора года кредитная активность российских банков снизилась с +4,3 до –6,1 п.п., т.е. почти в 3 раза. Сокращение кредитной активности банков происходило на фоне замедления темпов экономического роста и ежегодного уменьшения реальных объемов кредитования нефинансовых предприятий и домашних хозяйств. Более того, прирост кредитования этих субъектов экономики за 2016 г. вообще был отрицательным, даже с учетом валютной переоценки кредитных портфелей российских банков (табл. 1).

Снижение спроса на кредит привело к накоплению временно свободных средств предприятий и домашних хозяйств на счетах в коммерческих банках. В результате с конца 2015 г. у банков стал накапливаться избыток ликвидности или формироваться структурный профицит ликвидности. Это свидетельствует о том, что в российских банках не только есть свободные ресурсы, но они неуклонно увеличивались за последние два года, в основном за счет притока депозитов, вкладов и остатков средств на счетах населения (домашних хозяйств).

В то же время хозяйствующие субъекты не предъявляют спрос на новые заимствования, а банки продолжают проводить консервативную кредитную политику, поддерживая на финансовом рынке высокие стандарты кредитования. При этом значительная доля вновь выданных банковских кредитов приходится не на действительное наращивание кредитного порт-

Таблица 1

Динамика кредитной активности банковского сектора РФ в условиях режима плавающего курса рубля, млрд руб.

Показатель	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017
Кредиты, предоставленные организациям нефинансового сектора и домашним хозяйствам (с учетом валютной переоценки и просроченной задолженности)	40 865,5	43 985,2	40 712,8
Прирост кредитования, ΔКрП	8409,2	3119,7	–2331,3
ВВП в текущих ценах, ВВП т.ц.	77 945,1	80 804,3	85 880,6
(ΔКрП / ВВП т.ц.) × 100, %	10,8	3,9	–2,7
Дефлятор ВВП, Дпр., %	6,5	7,7	3,4
Кредитная активность (ΔКрП / ВВП т.ц. – Дпр.), п.п.	+4,3	–3,8	–6,1

Источник: <http://www.cbr.ru/analytics/?PrtlId=bnksyst>; рассчитано авторами.

феля, а представляет собой реструктуризацию ранее выданных более дорогих займов.

Так, например, доля плохих кредитов в секторе строительства в настоящее время колеблется в диапазоне 15–20%. Это, по мнению генерального директора АКРО Е.В. Трофимовой, серьезная проблема, которую в 2017 г. уже нельзя будет замаскировать реструктуризацией условий кредитных соглашений. Поэтому в ближайшее время банки будут вынуждены досоздавать резервы на возможные потери по ссудам, в результате стоимость риска в текущем году вернется к уровню 1% (по сравнению с 0,3% в 2016 г.) [3].

Помесячный анализ динамики ликвидности банковского сектора РФ за период с января 2015 по январь 2017 г. показывает, что чистая агрегированная ликвидность (кредиты минус депозиты) банковского сектора (по счетам нефинансовых организаций, домашних хозяйств, корсчетам банков в других банках и Банке России) из дефицита в 4,2 трлн руб. трансформировалась в профицит ликвидности в размере 8,7 трлн руб. (рис. 1).

Помесячная динамика чистого агрегированного дефицита/профицита ликвидности, рассчитанная по клиентам банковской системы РФ за 2015–2017 гг., показывает:

- нефинансовые организации (НФО) в течение всего анализируемого периода испытывали дефицит ликвидности (кредиты минус депозиты, минус средства на расчетных счетах), который в течение всего анализируемого периода колебался в пределах около 5,0 трлн руб.;

- домашние хозяйства (ДХ) выступали основными кредиторами организаций нефинансового сектора и российских банков, приток их сбережений способствовал формированию структурного профицита (кредиты минус депозиты) ликвидности банковского сектора, который вырос с 7,2 до 13,4 трлн руб.;

- межбанковский кредит (МБК) оставался в течение анализируемого периода в основном дефицитным, хотя объем межбанковского кредитования и увеличился почти наполовину, с 300 до 530 млрд руб.;

- рефинансирование ЦБ коммерческих банков (КБ) из чисто дефицитного (6,0 трлн руб.) стало чисто профицитным (775,4 млрд руб.). В результате начиная с августа 2016 г. российские банки стали чистыми кредиторами Банка России, задолженность которого перед ними на 1 января 2017 г. превысила 775,0 млрд руб. (рис. 2).

Таблица 2 показывает наличие слабой корреляции дефицита/профицита ликвидности в зависимости от выбранной клиентской группы банков. Исключением является корреляция между профицитом ликвидности ДХ («кредиты — депозиты ДХ») и профицитом ликвидности коммерческих банков на рынке рефинансирования ЦБ («кредиты — депозиты в ЦБ»). Последнее отношение свидетельствует о высокой линейной зависимости (0,93) между профицитом ликвидности ДХ и профицитом ликвидности коммерческих банков на рынке централизованного рефинансирования. Это значит, что в текущих макроэкономических условиях наблюдается сильная заинтересованность Банка

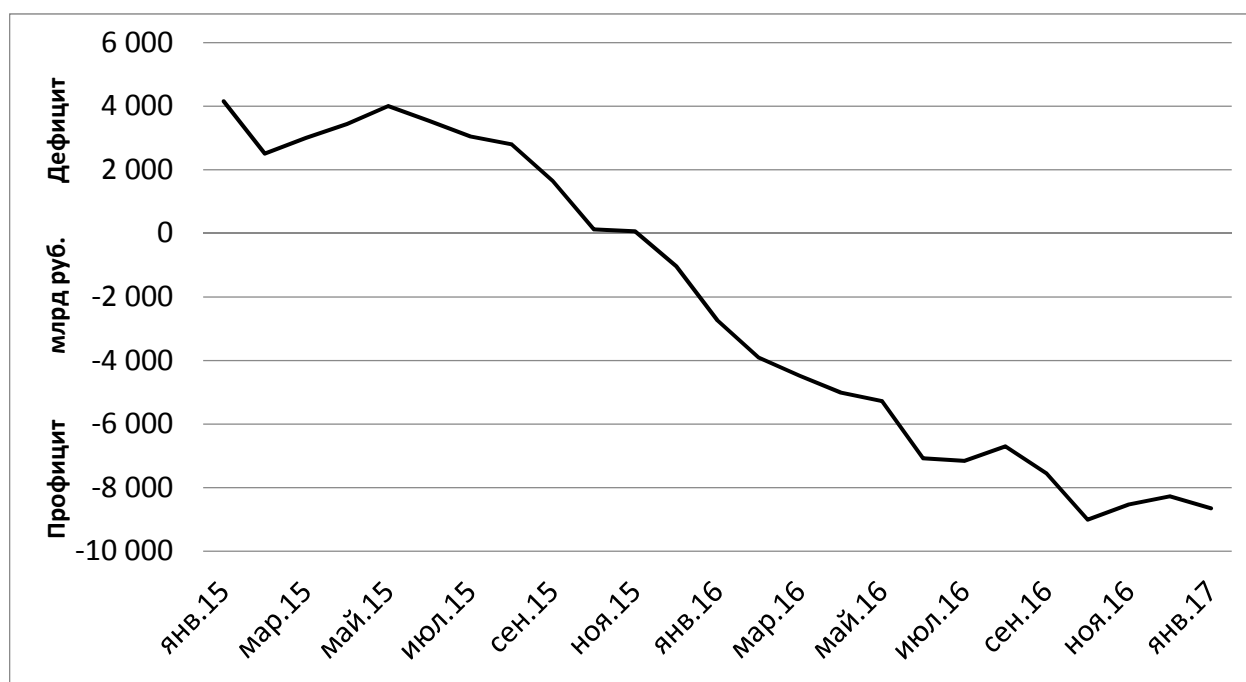


Рис. 1. Динамика чистого агрегированного дефицита/профицита ликвидности банковской системы РФ, 2015–2017 гг., млрд руб.

Источник: ЦБ РФ; расчеты авторов.

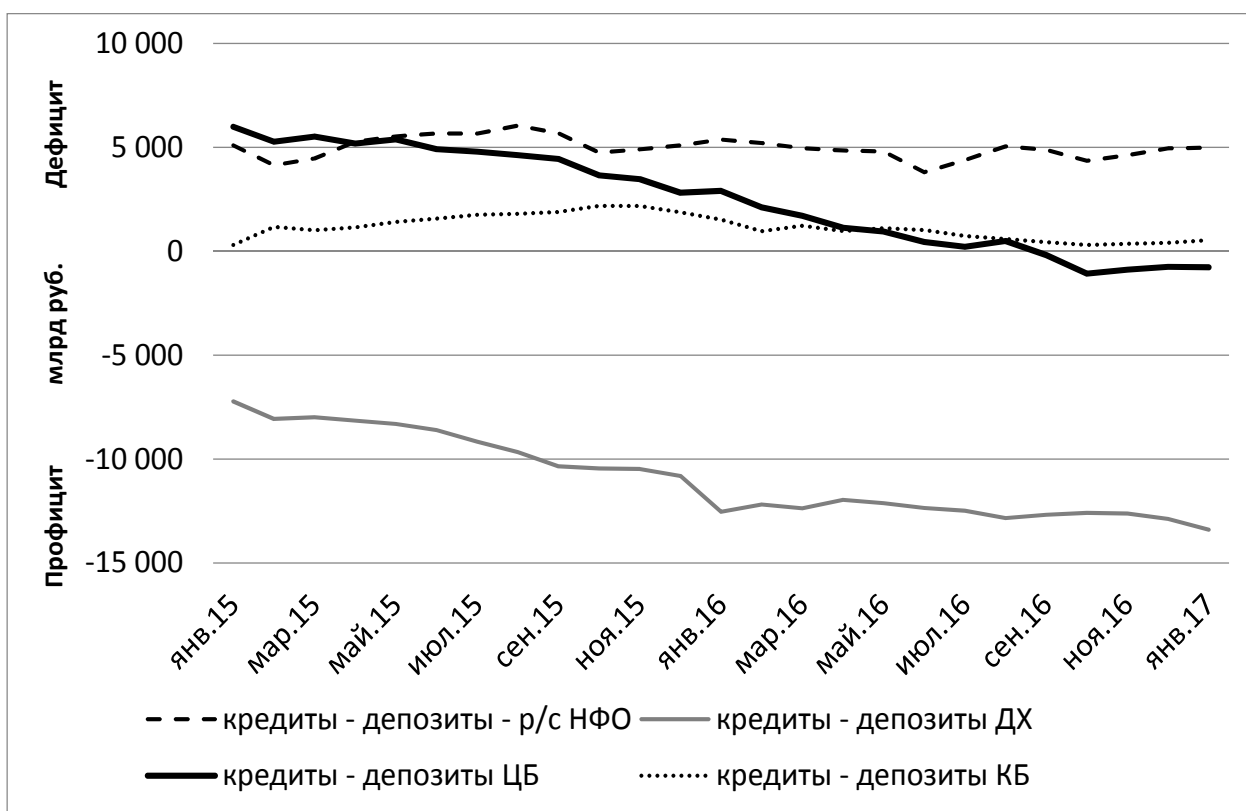


Рис. 2. Динамика чистого агрегированного дефицита/профицита ликвидности по субъектам банковской системы РФ, 2015–2016 гг., млрд руб.

Источник: ЦБ РФ; расчеты авторов.

Таблица 2

Корреляции дефицита/профицита ликвидности между субъектами банковской системы РФ, 2015–2017 гг.

Наименование	Кредиты – депозиты – р/с НФО	Кредиты – депозиты ДХ	Кредиты – депозиты ЦБ	Кредиты – депозиты КБ
Кредиты – депозиты – р/с НФО	1,00	–	–	–
Кредиты – депозиты ДХ	0,29	1,00	–	–
Кредиты – депозиты ЦБ	0,45	0,93	1,00	–
Кредиты – депозиты КБ	0,43	0,37	0,58	1,00

Источник: ЦБ РФ; расчеты авторов.

России в стимулировании среди населения сберегательной модели поведения. Хотя, как видно из данных табл. 2, средства населения слабо коррелируют с покрытием дефицита ликвидности у НФО (между ними наблюдается низкая линейная зависимость — 0,29).

В условиях сложившегося структурного профицита ликвидности потребность в кредитных инструментах постоянного действия Банка России (например, кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами) и операциях на открытом рынке (например, недельные аукционы РЕПО) у российских банков резко снизилась. И, наоборот, потребность в инструментах абсорбирования ликвидности (например, через депозитные аукционы) начинает расти.

Реагируя на изменившиеся обстоятельства, с августа 2016 г. Банк России ввел соответствующие механизмы абсорбации избыточной ликвидности — программу депозитных аукционов сроком на 7 дней и объявил о возможности выхода на рынок с предложением облигаций Банка России (ОБР) с более длительными периодами обращения (URL: http://www.cbr.ru/press/PR/?file=16092016_140459dkp2016-09-16t13_51_53.html). Их регулярное применение неизбежно отразится на целевых параметрах базового режима ДКП (таргетирование инфляции), в основу которого положена процентная политика Банка России.

Процентная политика

В системе мер ДКП, реализуемых Банком России в среднесрочной перспективе, основную и доминирующую роль приобрела процентная политика. В настоящее время Банк России использует процентную политику не только для регулирования системы процентных ставок, складывающихся на рынках денег и капиталов. Посредством процентной политики Банк России регулирует запасы ликвидности

в национальной банковской системе и объем резервов коммерческих банков, аккумулированных на их корсчетах в ЦБ. Банк России также посредством процентной политики регулирует спекулятивную активность на валютном рынке. В частности, резкое повышение ключевой процентной ставки в декабре 2014 г. первоначально позволило Банку России снизить приток рублевой ликвидности на валютный рынок. Но в последующем поддержание ее на высоком уровне стало катализатором притока в страну трансграничных спекулятивных капиталов (в настоящее время на рынке ОФЗ).

Повышение роли процентной политики в применении Банком России инструментария в целом соответствует основному тренду развития мер монетарного регулирования, реализуемых ЦБ ведущих мировых экономик. Вместе с тем следует учитывать значительные отличия экономической системы и макроэкономических условий в России от указанной группы стран. Данные отличия определяют цели и задачи ДКП, условия и механизмы ее реализации. В текущих макроэкономических условиях процентная политика ЦБ ведущих стран нацелена на преодоление рецессии и устранение опасности развития дефляции. Одновременно за счет ужесточения регулятивных требований ЦБ стимулируют процессы делевериджа хозяйствующих субъектов для восстановления устойчиво положительных темпов экономического роста (URL: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx>).

Напротив, процентная политика Банка России в условиях режима таргетирования инфляции сосредоточена исключительно на дезинфляции. Ценой выбора данного режима ДКП является замедление темпов экономического роста и сокращение совокупного выпуска. Меры, стимулирующие экономическое раз-

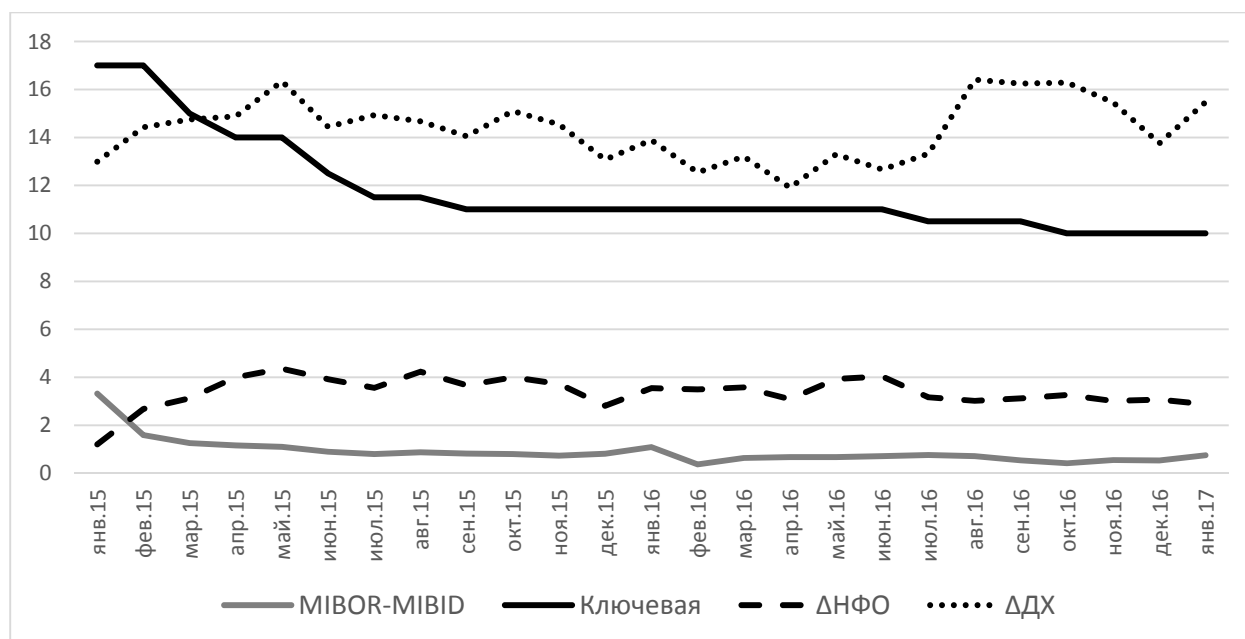


Рис. 3. Динамика процентной маржи инструментов денежного рынка и банковской системы РФ, 2015–2017 гг., п.п.

Источник: ЦБ РФ; расчеты авторов.

витие, в арсенале операционных инструментов у Банка России отсутствуют. Более того, в целях достижения объявленного целевого значения темпа инфляции Банк России последовательно и сознательно проводит умеренно жесткую ДКП. Однако в условиях рецессии балансовых счетов хозяйствующих субъектов такая политика выступает дополнительным ограничителем экономического роста.

Банк России неоднократно подчеркивал, что его основным операционным инструментом является краткосрочная ключевая процентная ставка. Ее уровень он задает, исходя из целевого показателя инфляции и оценок потенциального выпуска, одновременно учитывая условия поддержания финансовой стабильности на среднесрочном временном горизонте. Поддержание ключевой ставки в рамках заданного регулятором коридора допустимых колебаний (+/–1,0 п.п.) предопределяет необходимость предоставлять денежную ликвидность в случае, если текущая ставка на межбанковском рынке приближается к верхней границе коридора, а в ситуации, когда ставка снижается до нижней границы процентного коридора, — абсорбировать избыточную ликвидность путем ее привлечения на депозиты в Банк России.

Это позволяет, по мнению регулятора, через звенья процентного канала воздействовать на краткосрочные ставки денежного рынка, а через них — на весь спектр процентных ставок — как на межбанковском

рынке, так и в финансовом секторе по всей длине национальной кривой доходности (от процентных ставок по облигациям до ставок по кредитам организациям нефинансового сектора) за счет наличия эффекта коинтегрированности между процентными ставками в реальной экономике [4].

Банк России утверждает, что в условиях режима таргетирования инфляции существует максимальная коинтегрированность между краткосрочными процентными ставками денежного рынка, ставками межбанковского кредитования и ставками по операциям банков с нефинансовым сектором [5]. Рисунок 3 показывает, что это утверждение далеко небесспорно, так как не соответствует реальному положению дел.

Да, конечно, существует сильная корреляция (0,83) между ставками «овернайт» (MIBOR и MIBID, 9,86 и 10,39% соответственно, на декабрь 2016 г.) денежного рынка и ключевой ставкой (10,0% на декабрь 2016 г.), ставками межбанковского рынка (MIACR и RUONIA, 10,16 и 10,50% соответственно, на декабрь 2016 г.) и ключевой ставкой процента. Но такая коинтегрированность практически отсутствует между ключевой ставкой и процентными ставками по депозитам и кредитам банковского сектора реальному сектору экономики (со ставками нефинансовым организациям и домашним хозяйствам) (табл. 3).

Данные табл. 3 показывают не очень высокую корреляцию (–0,33) между ключевой ставкой процента

Таблица 3

Корреляция между процентными ставками в экономике РФ, 2015–2017 гг.

	MIBOR-MIBID	Ключевая	ΔНФО	ΔДХ
MIBOR-MIBID	1,00			
Ключевая	0,83	1,00		
ΔНФО	–0,59	–0,33	1,00	
ΔДХ	–0,14	–0,05	0,16	1,00

(10,0% на декабрь 2016 г.) и процентной маржой НФО (3,07 п.п. на декабрь 2016 г.). Расчеты также показывают отсутствие какой-либо линейной связи (–0,05) между ключевой ставкой (10,0%) и процентной маржой ДХ (13,76 п.п. на декабрь 2016 г.). Более того, данные расчетов демонстрируют слабую зависимость (0,16) между средневзвешенными процентными ставками НФО (на декабрь 2016 г.; 11,99% — по кредитам и 8,92% — по депозитам) и ДХ (на декабрь 2016 г.: 21,24% — по кредитам и 7,48% — по депозитам). Это указывает на то, что привлекаемые банками средства населения в основном используются на иные цели, чем кредитование предприятий реальной экономики.

Главным образом ключевая процентная ставка Банка России воздействует на операции рефинансирования банковского сектора, в том числе — объемы средств, используемых коммерческими банками для взаимных расчетов в системе ЦБ. Поскольку денежные ресурсы, по операциям с которыми устанавливается ставка, близкая к ключевой, банки не направляют на кредитование нефинансовому сектору и домашним хозяйствам, то и сама ключевая ставка не используется коммерческими банками в качестве базы ценообразования на кредиты.

Для воздействия на объемы кредитования организаций нефинансового сектора и домашних хозяйств (как показывает опыт многих центральных банков) в большей степени пригоден инструментарий, отличный от политической процентной ставки, — регулирование денежного предложения, совокупного кредита, которые эндогенно формируют коммерческие банки, проводя кредитные операции. Наши расчеты показали, что ключевая ставка Банка России оказывает лишь косвенное и относительно слабое влияние на объемы банковского кредитования корпоративного сектора и домашних хозяйств (несколько более сильное на рынке кредитования НФО и очень слабое на рынке кредитования ДХ).

В условиях отказа от регулирования валютного канала ДКП и использования инструментов валютной

политики неверно настроенный уровень политической (ключевой) процентной ставки может быть триггером финансовых дисбалансов, особенно при макроэкономическом стрессе. Если во время распространения стресса она настроена выше равновесного уровня, то, с одной стороны, будет ограничивать масштабы спекулятивных операций на валютном рынке (как это было в декабре 2014 г.), а, с другой — поощрять смещение деловой активности из реального сектора в спекулятивные сегменты финансового рынка. Если же ЦБ будет продолжительное время удерживать политическую процентную ставку на завышенном уровне в условиях открытого капитального счета, то такая политика будет провоцировать приток трансграничных спекулятивных капиталов на национальный финансовый рынок. Большой процентный дифференциал усиливает спекулятивную активность на денежном рынке, волатильность притоков и оттоков трансграничных капиталов (в первую очередь, портфельных инвестиций), запуская механизм валютных и фондовых спекуляций.

Отсутствие коинтегрированности между краткосрочными процентными ставками денежного рынка и ставками по кредитам и депозитам НФО и ДХ свидетельствует о том, что на практике процентный канал ДКП работает неэффективно, активность хозяйствующих субъектов не восприимчива к изменениям в ключевой процентной ставке ЦБ. Краткосрочная процентная ставка Банка России пока не стала регулятором ценообразования на денежном, кредитном и депозитном рынках. В условиях рецессии балансовых счетов, как показывает международный опыт (в частности, японский [6]), наилучшим вариантом монетарного ответа выступает снижение процентных ставок. Но одного монетарного воздействия недостаточно для скорейшего выхода из кризисной ситуации — меры ЦБ должны быть поддержаны инструментами бюджетной и долговой политики [7]. Только их совместное воздействие способно восстановить частный спрос на свободные ресурсы банковского

сектора и направить их на реализацию мероприятий, стимулирующих устойчиво положительные темпы экономического роста.

Обоснования для изменения процентной политики

Международный опыт показывает, что низкие процентные ставки могут быть важным компонентом антикризисной политики при экономических спадах, отягощенных рецессиями балансовых счетов. Об этом свидетельствует динамика политических ставок overnight в США, Европе и Японии, экономики которых находились в состоянии рецессии балансовых счетов после острой фазы системного кризиса (URL: <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/2017/the-federal-reserve-balance-sheet-and-monetary-policy.aspx>). Так, во время финансового кризиса 2008 г. ФРС быстро снижала краткосрочные процентные ставки. Они были снижены регулятором практически до нуля, так как финансовые проблемы, вызванные банкротством Lehman, заставили ФРС развернуть масштабное увеличение резервов (денег ЦБ) в рамках программ количественных смягчений (QE, 1, 2 и 3). Их реализация сопровождалась снижением краткосрочных процентных ставок до наиболее низкого эффективного уровня. В то же время ЕЦБ на этапе острой фазы глобального финансового кризиса поддерживал краткосрочные ставки на несколько более высоком уровне дольше, чем ФРС, снизив свою ставку рефинансирования до нуля со значительным временным лагом. Банк Японии, который установил свой коридор процентных ставок на очень низком уровне еще до Великой рецессии, поддерживал длительное время ставку call на уровне, близком к нулю и даже на отрицательном уровне (–0,1%).

Все три ведущих ЦБ начиная с 2008 г. в условиях низких процентных ставок значительно нарастили свои балансовые счета, чтобы способствовать возобновлению экономического роста и замедлению дезинфляции. Возможно, в силу более агрессивного первоначального монетарного смягчения в настоящее время экономика США стала восстанавливаться быстрее. Экспансия балансовых счетов ФРС прекратилась в 2014 г. Наоборот, и Япония, и Европа еще не остановили расширение балансовых счетов ЦБ, пытаясь стимулировать экономический рост. При этом доходность по 10-летним государственными облигациям в США, Франции, Германии и Японии резко сокращалась (а, значит, снижались инфляционные ожидания). Это позволило в условиях макроэконо-

мического стресса стабилизировать долгосрочные инфляционные ожидания, хотя не смогло простимулировать восстановление национальных экономик и экономический рост.

При этом если в США ставки по 10-летним казначейским обязательствам в целом оставались на уровне чуть выше 2%, то в Японии, Германии и Франции они были значительно ниже 2%. Во многом это объясняется тем, что до сих пор ЕЦБ и Банк Японии продолжают покупать у банков рыночные и нерыночные активы, хотя США уже несколько лет (с 2014 г.) как прекратили применение мер количественных смягчений.

При выборе параметров процентной политики регулятору следует учитывать зависимость между потенциальным темпом роста экономики и реальными процентными ставками. Все, что снижает потенциальный темп роста в экономике, будет снижать стимулы к инвестированию (так как средняя реальная отдача от инвестирования будет падать при замедлении темпа потенциального роста) и увеличивать стимулы к сбережениям (так как более низкая будущая отдача сбережений предполагает потребность в больших сегодняшних сбережениях). Вместе оба эффекта будут ограничивать внутренний совокупный спрос, а его сжатие будет еще больше сокращать спрос на банковское фондирование инвестиций. Меньшие объемы инвестирования наряду со сберегательной моделью поведения населения будут понижать средние фактические процентные ставки.

Помимо уровня процентных ставок, на темпы посткризисного восстановления и/или потенциального роста экономики оказывают воздействие еще два существенных фактора. Один из них — это темпы роста производительности труда. Известно, что в российской экономике темпы роста производительности труда в 3–4 раза ниже, чем в экономиках развитых стран. Низкая производительность труда, наряду с высокими процентными ставками по кредитам, существенно увеличивает расходы на обслуживание накопленной задолженности. Другой фактор, влияющий на потенциальный рост в национальной экономике, — это демографические изменения в стране. Стабильная рождаемость, низкая смертность, миграционные потоки и рост занятости трудоспособного населения способствуют экономическому росту.

Все эти факторы в условиях слабого восстановления российской экономики требуют снижения реальной процентной ставки. В рамках целевого режима ДКП Банка России такое снижение ставки невозможно, но состояние рецессии балансовых счетов однозначно

требует такого снижения. Более эффективными, чем ключевая процентная ставка, как свидетельствует современная мировая практика, являются меры антикризисной монетарной политики, связанные с программой количественных смягчений (QE).

Процентная политика Банка России в условиях российского QE

21 апреля 2017 г. Государственная Дума РФ приняла в третьем чтении проект федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты», регламентирующий процедуры предупреждения несостоятельности (банкротства) кредитных организаций, дополнительные механизмы финансового оздоровления, предусматривающие использование средств (резервов) Банка России для финансирования санации неплатежеспособных банков. Вступление в силу данного закона позволит Банку России запустить российский вариант количественных смягчений (программу QE).

Для повышения результативности санации неплатежеспособных банков и реабилитации жизнеспособных производительных предприятий-должников Банк России получает возможность создания в рамках своей организационной структуры общества с ограниченной ответственностью «Управляющая компания Фонда консолидации банковского сектора» (далее — Управляющая компания). Она будет наделена правом осуществлять брокерскую, депозитарную деятельность и операции по управлению ценными бумагами в соответствии с требованиями законодательства РФ.

Управляющая компания сможет:

- приобретать и отчуждать приобретенное имущество (имущественные права) кредитных организаций, а также права (требования) к кредитным организациям, в отношении которых осуществляются меры по предупреждению банкротства;
- осуществлять финансирование урегулирования срочных обязательств проблемных банков за счет средств Банка России, аккумулируемых в Фонде консолидации банковского сектора (далее — Фонд).

Средства Фонда будут формировать вложения Банка России, обособленные от остального имущества национального регулятора. За счет средств Фонда Управляющая компания будет иметь право на основании решения Совета директоров Банка России:

- приобретать акции (доли в уставном капитале) кредитных организаций, в отношении которых осуществляются меры по предупреждению банкротства, в том числе по цене выше их номинала;

- предоставлять санируемой кредитной организации субординированные кредиты (депозиты, займы, облигационные займы);

- предоставлять кредитным организациям, в отношении которых осуществляются меры по предупреждению банкротства, кредиты, размещать на их счетах депозиты, выдавать банковские гарантии по обязательствам санируемой организации;

- осуществлять продажу акций (долей в уставном капитале) кредитных организаций, в отношении которых осуществляются меры по предупреждению банкротства, в том числе по цене ниже цены их приобретения за счет средств Фонда.

При всех неопределенностях положений данного закона его принятие в третьем чтении закладывает основы для кардинальной смены характера монетарной политики Банка России — отхода от умеренно жесткой ДКП и постепенного ее смягчения, которое условно можно определить как «российскую модель количественных смягчений».

Все это позволит в условиях рецессии балансовых счетов запустить механизм так называемых финансовых репрессий [8]. В прошлом, а в ряде стран в настоящее время этот механизм охватывает широкий комплекс мер, в том числе:

1. Прямые или косвенные ограничения на процентные ставки, которые могут быть установлены при кредитовании или размещении долговых инструментов в экономике. Особенно (но не исключительно) такое регулирование затрагивает процентные ставки по государственному долгу.

Ограничения на процентные ставки могут устанавливаться разными способами:

- прямое законодательно-нормативное регулирование. Например, в США Положение Q запрещало банкам начислять проценты по депозитам до востребования и устанавливало лимит процентных ставок по сберегательным депозитам;
- ограничение центральным банком ставок по кредитам, которое, с одной стороны, напрямую субсидировало бюджет, когда правительство привлекало банковские кредиты для финансирования бюджетного дефицита, с другой — позволяло стимулировать инвестиционный и потребительский спрос;
- установка министерством финансов (казначейством) потолка фиксированного купона по нерыночному долгу;
- установка центральным банком целевых уровней процентных ставок, часто на основе директив казначейства или министерства финансов.

2. Создание и поддержание кэптивной внутренней аудитории, выступающей каналами направления кредита правительству. Прежде всего, к их числу относятся национальные институциональные инвесторы и институты долгосрочного инвестирования.

Это достигается путем:

- капитальных ограничений и валютного контроля;
- высоких невознаграждаемых резервных требований, выступающих как квазианалоговый сбор с финансовых посредников;
- пруденциальных норм, регулирующих деятельность финансовых посредников и требующих, чтобы соответствующие организации хранили в своих портфелях определенные доли долговых обязательств правительства;
- транзакционных налогов на капитал, стимулирующих инвестиции в государственные долговые инструменты;
- запретов на сделки с золотом.

3. Другие общие меры, в том числе прямое или косвенное огосударствление финансовой отрасли, управление кредитной активностью банков (включая выделение прямых кредитов предприятиям определенных отраслей) или ограничения на вход в финансовый сектор.

В отличие от прошлой практики в текущих условиях инструментарий финансовых репрессий значительно расширился. К числу таких мер, например, эксперты относят:

- введение прямых регулятивных требований к финансовым посредникам (особенно институциональным инвесторам) хранить большие объемы суверенного долга;
- заниженный или нулевой вес риска для вложений финансовых посредников в государственные обязательства, номинированные в национальной валюте, при расчете собственного капитала институтов.

Центральные банки также могут применять дестимулирующие пруденциальные меры, например, устанавливая повышенные веса риска при расчете достаточности собственного капитала финансовых посредников, если участники финансового рынка назначают процентные ставки, превышающие желательный для правительства уровень. Возможно также введение повышенных ставок налогообложения процентного дохода, косвенных валютных ограничений, оказание на участников финансового рынка «морального давления» и ряд других мер. В частности, отдельные нормы новых междуна-

родных стандартов регулирования финансового посредничества, включая Базель-3, ряд экспертов рассматривает как современный инструментарий финансовой репрессии [9].

В целом ужесточение регулятивных требований после глобального финансового кризиса было направлено на снижение подверженности финансового посредничества процентным и кредитным рискам, исходящим от частного сектора, но одновременно усиливало их подверженность рискам, порождаемым фискальной политикой и организациями общественного сектора.

Посткризисные исследования трансформации каналов трансмиссии монетарной политики показали, что даже в обычных условиях перераспределение благосостояния между сберегателями и заемщиками может быть одним из центральных каналов, через которые функционирует ДКП. Периоды монетарного ужесточения и высоких реальных процентных ставок выгодны сберегателям, а периоды ослабления монетарной политики — заемщикам (включая суверенные правительства). Как правило, данный канал перераспределения национального благосостояния не учитывается ни при стандартном макроэкономическом анализе, ни при принятии бюджетных или монетарных решений. Но в условиях применения финансовых репрессий он широко используется и выступает формой косвенного налогообложения сбережений [10].

Выводы

В настоящее время российские предприятия находятся в состоянии рецессии балансовых счетов. Многие из них в 2015–2016 гг. поменяли бизнес-модель хозяйственной деятельности, перейдя от модели максимизации прибыли к модели минимизации убытков (долгов). Основной причиной таких изменений стала высокая стоимость заемных средств, что привело к резкому снижению спроса на кредиты в реальной экономике.

Современная процентная политика Банка России используется не столько для регулирования системы процентных ставок на финансовом рынке, сколько для достижения целевого значения темпа инфляции (управления скоростью дезинфляции). Об этом свидетельствует отсутствие коинтегрированности между краткосрочными ставками Банка России и фактическими рыночными процентными ставками по банковским депозитам и кредитам, предлагаемым хозяйствующим субъектами. В условиях финансовых санкций, сильного воздействия внешнего притока

трансграничных спекулятивных капиталов на обменный курс рубля и наличия в экономике рецессии балансовых счетов, Банку России предстоит расширить инструментарий монетарного воздействия на

национальную экономику, в том числе включая меры, предусмотренные в новых законодательно-нормативных актах и реализуемые в рамках программы количественных смягчений.

Литература

1. Крепцов Д., Поршков А., Селезнев С., Сияков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России. Серия докладов об экономических исследованиях // Банк России. 2016. Июль. № 13.
2. Андрияшин С.А., Бурлачков В.К., Кузнецова В.В., Рубинштейн А.А. Экспертное заключение по проекту документа «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов» // Банковское дело. 2016. № 11. С. 11–15.
3. Трофимова Е. Тест на прочность // Банки и деловой мир. 2017. Март. С. 8.
4. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Божечкова А.В., Синельникова-Мурылева Е.В. Влияние ставок процента на экономический рост // Деньги и кредит. 2016. № 9. С. 29–40.
5. Финансовое обозрение. Условия проведения денежно-кредитной политики // Банк России. 2016. № 2. С. 12–13.
6. Nelson B., Tanaka M. Dealing with a banking crisis: what lessons can be learned from Japan's experience? // *Quarterly Bulletin, Bank of England*, 2014, no. 1, pp. 36–48.
7. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии: пер. с англ. М.: Мысль, 2014.
8. Reinhart C.M., Sbrancia M.B. The Liquidation of Government Debt // *IMF Working Paper*, 2015, no. 7, p. 47.
9. Reinhart C.M. The Return of Financial Repression // *Banque de France Financial Stability Review*, 2012, no. 16, April, pp. 37–48.
10. Brunnermeier M.K., Eisenbach T.M., Sannikov Y. Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey // *NBER Working Paper*, 2012, May, no. 18102.

References

1. Kreptsov D., Porshkov A., Seleznev S., Sinyakov A. Equilibrium pro-rate rate: estimates for Russia. Series of reports on economic research [Ravnovesnaja proocentnaja stavka: ocenki dlja Rossii. Serija dokladov ob jekonomicheskikh issledovaniyah]. *Bank Rossii — The Bank of Russia*, 2016, July, no. 13. (In Russ.).
2. Andryushin S.A., Burlachkov V.K., Kuznetsova V.V., Rubinshtein A.A. Expert opinion on the draft document «Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2017 and the Period 2018 and 2019» [Jekspertnoe zakljuchenie po proektu dokumenta «Osnovnye napravlenija edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2017 god i period 2018 i 2019 godov»]. *Bankovskoe delo — Banking*, 2016, no. 11, pp. 11–15. (In Russ.).
3. Trofimova E. Test for strength [Test na prochnost']. *Banki i delovoj mir — Banks and the business world*, 2017, March, p. 8. (In Russ.).
4. Drobyshevsky S.M., Trunin P.V., Bozhechkova A.V., Sinelnikova-Muryleva E.V. Influence of interest rates on economic growth [Sinelnikova-Muryleva E.V. Vlijanie stavok procenta na jekonomicheskij rost]. *Den'gi i kredit — Money and credit*, 2016, no/ 9, pp. 29–40. (In Russ.).
5. Financial Review. Conditions for conducting monetary policy [Finansovoe obozrenie. Uslovija provedenija denezhno-kreditnoj politiki]. *Bank Rossii — The Bank of Russia*, 2016, no. 2, pp. 12–13. (In Russ.).
6. Nelson B., Tanaka M. Dealing with a banking crisis: what lessons can be learned from Japan's experience? *Quarterly Bulletin, Bank of England*, 2014, no. 1, pp. 36–48.
7. Ku R. The Sacred Grail of Macroeconomics: Lessons from the Great Recession in Japan: trans. with English [Svjashhennyj Graal' makrojekonomiki: uroki veliko recessii v Japonii: per. s angl]. Moscow, Mysl', 2014. (In Russ.).
8. Reinhart C.M., Sbrancia M.B. The Liquidation of Government Debt. *IMF Working Paper*, 2015, no. 7, p. 47.
9. Reinhart C.M. The Return of Financial Repression. *Banque de France Financial Stability Review*, 2012, no. 16, April, pp. 37–48.
10. Brunnermeier M.K., Eisenbach T.M., Sannikov Y. Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey. *NBER Working Paper*, 2012, May, no. 18102.