

Влияние денежно-кредитной политики на экономический рост в условиях нестабильности



Цель статьи – выявить основные тренды в денежно-кредитном регулировании, проанализировать основные направления денежно-кредитной политики Банка России и их соответствие сложившимся в стране экономическим и политическим реалиям.

Н. М. ГИБЛОВА, кандидат наук, старший преподаватель Финансового университета при Правительстве РФ

В статье проанализирована практика применения Банком России инструментов денежно-кредитной политики, дана оценка эффективности этой политики. Исследовано влияние инструментов денежно-кредитного регулирования на уровень банковского кредитования хозяйствующих субъектов, на темпы экономического роста. Отмечены негативные аспекты политики регулятора. На основании анализа статистических данных, характеризующих состояние экономики России, показаны последствия политики инфляционного таргетирования. Предложены возможные направления совершенствования денежно-кредитной политики в России.

Один из важнейших инструментов

В мировой практике денежно-кредитная политика (ДКП) традиционно является одним из важнейших инструментов влияния государства на экономическую сферу. Несмотря на долгий путь развития экономики как самостоятельной науки концепция необходимости и целесообразности денежно-кредитного регулирования финансового рынка со стороны государства получила активное развитие лишь в XX в., в период преобладания либеральной модели, не

предполагающей глубокого проникновения государственной машины в экономические процессы.

Экономические кризисы прошлого, в частности Великая депрессия 1929–1933 гг., выявили уязвимость такой модели и ее неспособность справиться с тяжелыми последствиями кризисов без вмешательства государства. Именно с тех пор применение различных рычагов государственного воздействия на финансовый рынок, в том числе на количество денег в экономике, от которого в большей степени зависят инфляционные процессы и темпы экономического роста, стало одной из основных функций национальных регуляторов финансового рынка.

Однако некоторые важные аспекты ДКП, в частности адекватность требованиям современного экономического положения России, гибкость в условиях нестабильной экономики, кризиса на финансовом рынке, недостаточно исследованы. Потенциал, заложенный в инструменты денежно-кредитного регулирования, недооценен ни Правительством РФ, ни Банком России.

Основные направления денежно-кредитной политики

Несмотря на тяжелое состояние отечественной экономики, что осо-

бенно усугубляется геополитическими событиями, денежно-кредитная политика до сих пор реализуется Банком России, к сожалению, скорее как инструмент рестрикции, чем обеспечения экономического роста. Меры, принятые регулятором во время кризиса на валютном рынке в ноябре – декабре 2014 г., лишь подтвердили это.

В качестве основных и конечных целей ДКП принято выделять достижение экономического роста, обеспечение стабильности цен и высокого уровня занятости населения. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» основной целью ДКП является «защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста». Таким образом, из возможных вариантов в качестве целевого ориентира денежно-кредитного регулирования ЦБ РФ выбрано обеспечение ценовой стабильности, что получило название – инфляционное таргетирование.

В рамках проводимой политики Банком России были обозначены количественные цели по достижению уровня инфляции: 5,0% в

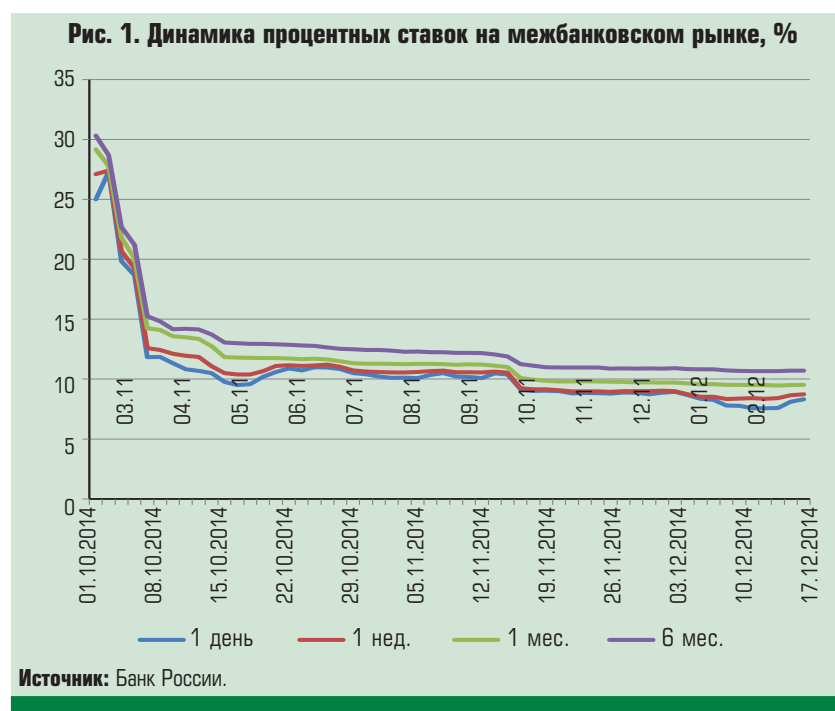
2014 г., 4,5% в 2015 г. и 4,0% в 2016 г. С учетом неблагоприятной экономической и политической обстановки в стране эти ориентиры были сдвинуты до 2017 г. [1]. Все остальные инструменты ДКП используются регулятором в объемах, необходимых для выполнения заданных ориентиров.

Важно учесть, что политика таргетирования инфляции предполагает снижение денежной массы в экономике, а соответственно, ужесточение условий кредитования – в частности, повышение процентных ставок. Что и происходит на практике. Так, за 2014 г. ключевая ставка была увеличена Банком России шесть раз: с 5,5% (по состоянию на 03.02.2014) до 17% (16.12.2014). При этом 16 декабря произошло беспрецедентное повышение ставки на 6,5% единовременно.

Таким образом, ставка за минувший год выросла более чем в 3 раза. Столь серьезного повышения не происходило в России с 1998 г. Несмотря на то что существенное повышение ключевой ставки было вызвано необходимостью стабилизации ситуации на валютном рынке России, этот инструмент является прежде всего инструментом денежно-кредитного регулирования, соответственно его влияние распространяется далеко за пределы валютного рынка.

О рестрикционном характере ДКП свидетельствуют также масштабы абсорбирования Банком России ликвидности банковского сектора: с 01.01.2014 по 01.12.2014 абсолютный отток денежных средств из банковской системы посредством инструментов Банка России составил 16,5 трлн руб.

По прогнозам Министерства финансов РФ, в 2015 г. инфляция достигнет двузначной величины. Последние действия Банка России свидетельствуют о том, что реальная ситуация может оказаться еще



более негативной. Следовательно, целевые ориентиры по уровню инфляции не будут выполнены. Регулятору более чем за 20 лет деятельности ни на одном из этапов не удавалось достичь оптимальных для развитых экономик темпов инфляции (1–2% годовых) или даже приблизиться к среднему уровню в развивающихся странах (3–5%).

Отметим, что столь существенное и резкое повышение уровня ключевой ставки может вызвать обратный эффект – приведет к росту рыночных ставок привлечения ресурсов кредитными организациями посредством межбанковского рынка (Mosprime Rate возросла до 30% годовых – рис. 1) и депозитов, а также и конечных потребителей – населения и бизнеса. Возросшая стоимость привлечения кредитов будет заложена производителями в себестоимость продукта, увеличится стоимость не только финансовых ресурсов, но и товаров, работ, услуг.

Одновременно паническое повышение процентных ставок

приведет к возрастанию инфляционных ожиданий в геометрической прогрессии. Таким образом, вместо сдерживания инфляции и стабилизации цен произойдет дальнейшее обесценение рубля, усиление инфляционных ожиданий, что в конечном итоге приведет к еще большему возрастанию инфляции.

Современное состояние российской экономики

В настоящее время экономика России находится в болезненном состоянии. Сравнение уровней экономического роста и инфляции в ряде стран свидетельствует о негативных тенденциях развития отечественной экономики. Динамика изменения данных показателей за период с 2000-го по 2014 г. – значительное отклонение, резкие перепады – свидетельствует о большей нестабильности экономики России по сравнению с Индией, Бразилией и Китаем (рис. 2). На этапе финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг. падение ВВП России оказалось более ощутимым по

Abstract. The purpose of this article is to reveal main trends in monetary control, to analyze main directions of a monetary policy carried out by Bank of Russia and their compliance to the economic and political realities in Russia.

Keywords. Monetary policy, key rate, inflation targeting, refinancing, economic growth.

Ключевые слова. Денежно-кредитная политика, ключевая ставка, инфляционное таргетирование, рефинансирование, экономический рост.

сравнению с этими странами. Аналогичная ситуация наблюдается и при анализе динамики инфляции (рис. 3).

По оценке ряда экономистов, в России уже началась стагнация. А в ближайшие годы прогнозируется рецессия. На текущую ситуацию, безусловно, существенное влияние оказывают внешние факторы (геополитические риски). Но дело не столько в них¹, сколько в тех проблемах, которые скопились внутри страны. На эти проблемы Правительство РФ долго закрывало глаза, декларировало, но не предпринимало никаких действенных шагов к их решению.

Необходимо развивать внутренний рынок, для чего нужны инвестиции. До последнего времени такие ресурсы активно привлекались на зарубежных рынках. В условиях изменившейся политической и экономической ситуации ресурсы для инвестиций надо генерировать внутри страны, а не на внешних рынках. Однако денежно-кредитная политика не позволяет изыскать это финансирование.

Роль банковского сектора в обеспечении экономического роста

Роль банковского сектора в обеспечении экономического роста состоит в аккумулировании денежных средств различных субъектов и трансформации их в инвестиции. В мировой практике банковский сектор активно справляется с этой ролью. Например, вклад европейских банков в развитие экономики составляет, по разным оценкам, 250–500% ВВП. В структуре финансирования инвестиций по источникам в США на долю банковского кредита приходится 32,5%, в Германии – 41,8%.

Для России характерна обратная ситуация. По данным Росстата, в настоящее время в стране финансирование инвестиций осуществляется преимущественно за счет внутренних источников организаций и их материнских компаний – 58%; бюджетные средства состав-

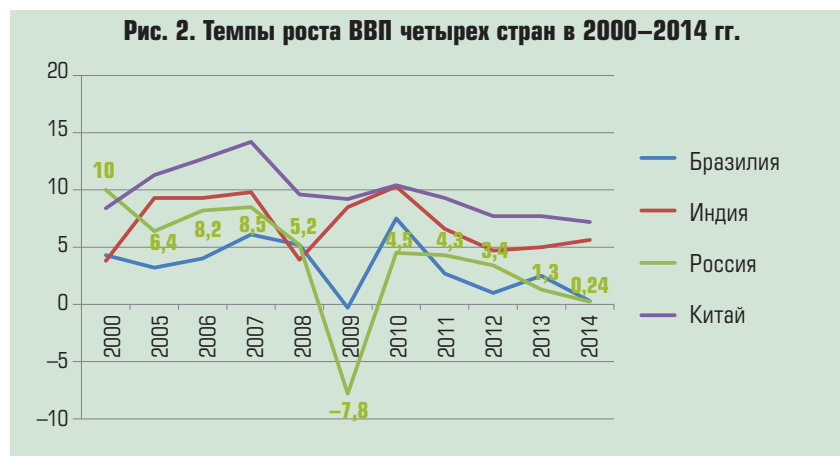
ляют 19%; фондовый рынок – лишь 1%, на банковские кредиты приходится 10%.

Отношение активов банковского сектора к ВВП в 2014 г. составило 86%. Примечательно, что активы вдвое превышают величину консолидированного государственного бюджета. Кредиты (исключая займы, предоставленные финансовым организациям) составляют 48,6% ВВП. Однако лишь около 3% кредитных ресурсов направляется на финансирование инвестиций, что в разы ниже, чем в зарубежных странах. В структуре корпоративных кредитов, предоставленных банками, лишь 1,5% направлены в отрасль машиностроения. Удельный вес банковских кредитов в финансировании инвестиций в основные средства организаций составляет также 1,5% по отноше-

нию к ВВП. И это при том, что ВВП России уступает значениям ведущих мировых экономик².

Для осуществления масштабных модернизационных мероприятий необходимы огромные ресурсы. Традиционно именно на банковский сектор и на кредиты возлагаются основные надежды. В таких условиях российский банковский сектор нередко подвергается критике за то, что не справляется со своей самой важной задачей – удовлетворением финансовых потребностей экономики, ограничивая таким образом экономический рост. Однако виноваты ли только банки?

К сожалению, приходится констатировать, что при текущем уровне процентных ставок платежеспособный спрос со стороны организаций на кредитные ресур-



Источники: [2–4].



Источники: [5].

¹ Например, примененные к Китаю в конце 1990-х гг. экономические санкции были им успешно преодолены. Более того, с 2000-х гг. в КНР темпы роста находятся на уровне 8%.

² ВВП России – 2,2 трлн долл., Китая – 9,2 трлн, еврозоны – 12,8 трлн (в том числе Германии – 3,6 трлн), Бразилии – 2,1 трлн, Индии – 1,9 трлн долл.

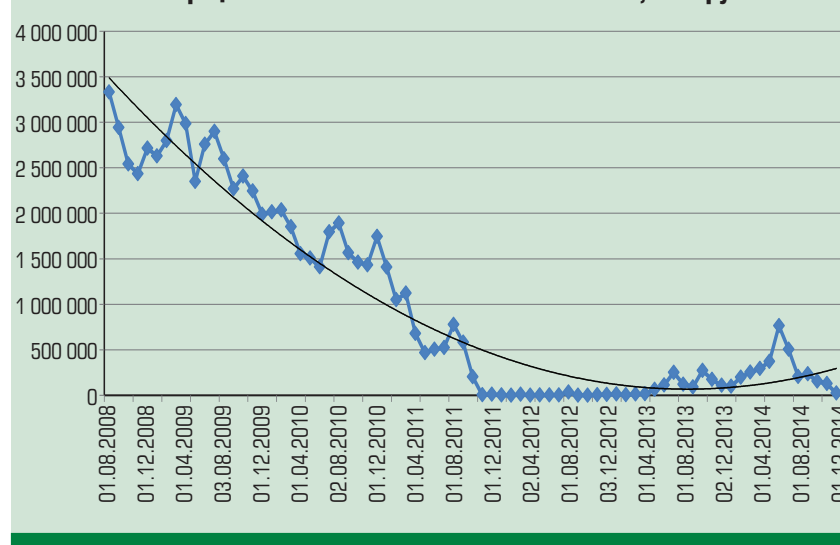
сы, необходимые для инвестиций, также отсутствует. Высокие процентные ставки являются существенным (если не основным) препятствием на пути наращивания темпов кредитования экономики. При ставке 17% кредиты для конечных получателей фактически будут находиться на уровне 20–30%. Если учесть, что рентабельность продаж в целом по экономике России находится на уровне 7,7%, а по ключевым отраслям, нуждающимся в инвестициях, на уровне 6–10%, столь высокие ставки по кредитам непосильны и нецелесообразны. При отсутствии специальных мер государственной поддержки в инвестиционных кредитах предприятиям ключевых отраслей экономики достижение экономического роста становится абсолютно невозможным.

Объявленная Банком России долгосрочная денежно-кредитная политика предполагает дальнейшую борьбу с инфляцией, а следовательно, дальнейшее повышение процентных ставок. Таким образом, фактически политика регулятора противоречит интересам России в части развития внутренней экономики, решения давно назревших проблем.

Помимо прямого влияния на уровень процентных ставок на рынке (через ключевую ставку), Банк России также может активно применять инструменты рефинансирования кредитных организаций. Оно носит двойственный характер. С одной стороны, это эффективная мера по регулированию ликвидности в банковском секторе, с другой – действенный инструмент денежно-кредитного регулирования. На объемы рефинансирования влияют два важнейших фактора: спрос со стороны самих кредитных организаций, который может быть искусственно ограничен высоким уровнем процентных ставок, а также предложение денежных средств со стороны Банка России.

Объем кредитования регулятором кредитных организаций, являющегося инструментом ДКП, имеет первостепенное значение, так как в большей степени именно этот показатель посредством банковского мультиплицирования

Рис. 4. Задолженность кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО с 01.08.2008 по 01.12.2014, млн руб.



определяет и объем кредитования различных субъектов экономики коммерческими банками. А вхождение денег в хозяйственный оборот через кредитный механизм способствует выполнению деньгами своих функций, а также расширению производства и достижению экономического роста.

Однако согласно политике инфляционного таргетирования именно расширение денежной массы посредством увеличения объемов кредитования является одним из основных инфляционных факторов, с которым необходимо бороться. Учитывая, что прямое снижение объемов кредитования Банком России кредитных организаций может привести к серьезным трудностям с ликвидностью в банковском секторе и банковскому кризису, регулятор воздействует на данный рынок через процентные ставки. На наш взгляд, данная политика и негативное восприятие кредита в указанном контексте игнорирует позитивную его роль как источника инвестиций и катализатора экономического развития.

Обратимся к цифрам

Рефинансирование кредитных организаций осуществляется преимущественно по двум направлениям – прямое кредитование и операции РЕПО. На рис. 4 показана динамика задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО. Из приведенных данных видно, что с

2012 г. объем задолженности, несмотря на некоторые колебания, стабильно растет. Это объясняется проблемами с ликвидностью в банковском секторе, возрастающими потребностями кредитных организаций в денежных средствах (что подтверждается восходящей линией тренда).

По состоянию на 01.12.2014 объем задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО превысил 3,3 трлн руб. Примечательно, что из них 84% составляет задолженность по операциям РЕПО, проведенным на аукционной основе, на долю операций по фиксированной ставке приходится лишь 16%. Такое положение дел можно объяснить сложившимися процентными ставками. При проведении операций по фиксированным ставкам стоимость привлекаемых посредством РЕПО средств составит 10,5%, тогда как на аукционной основе средневзвешенная ставка по заявкам, удовлетворенным в рамках лимита, по итогам торгов, проведенных 27.11.2014, составила 9,9% годовых.

Аналогичная ситуация наблюдается и при исследовании объемов прямого кредитования кредитных организаций со стороны Банка России (рис. 5): существенные объемы – 3,1 трлн руб. на 01.12.2014 и резкий рост задолженности начиная со второго полугодия 2013 г.

Существующие объемы рефинансирования ориентированы лишь

на обеспечение ликвидности банковского сектора, расходуются банками преимущественно на покрытие текущих обязательств и не позволяют в полной мере использовать эффект банковского мультипликатора, направляя ресурсы на кредитование экономики. Несмотря на возрастающие объемы привлечения банками кредитных ресурсов от Банка России, показатели, характеризующие объем денежной массы, имеют обратную динамику.

По данным Банка России, за первое полугодие 2014 г. объем денежной массы (денежный агрегат М2) сократился на 3,1%, на 01.07.2014 составил 30,4 трлн руб. В III квартале сокращение продолжилось: на 01.12.2014 агрегат М2 составил 30,3 трлн руб. Вновь хотелось бы обратить внимание, что сокращение объема денежной массы не привело не только к снижению уровня инфляции, но и к существенному замедлению темпов ее роста. По сравнению же с показателями инфляции за аналогичный период 2013 г. (первое полугодие) наблюдается увеличение инфляции на 0,9 п. п.

Одновременно указанные меры привели к удорожанию ресурсов на межбанковском рынке. Рост ставок межбанковского рынка только за 2014 г. оказался 4-кратным по всем срокам привлечения. Удорожание и уменьшение объема ресурсов не могли не сказаться на размерах кредитования экономики. Так, при ана-

лизе общих объемов кредитования юридических лиц – резидентов и индивидуальных предпринимателей (в рублях), в том числе в отраслях, относящихся к обрабатывающим производствам, был выявлен нисходящий тренд с отрицательным прогнозом дальнейшего развития.

Мировая практика

Интересна практика реализации национальными регуляторами развитых стран политики по расширению длинных денег в экономике и эмиссии длинных финансовых ресурсов. К сожалению, такой практики не наблюдается у Банка России: среди инструментов рефинансирования преимущественно задействованы кратко- и суперкраткосрочные.

В посткризисный период в мире появилась тенденция привлекать субъекты, в том числе коммерческие банки, к инвестированию внутри своей экономики, что получило название *home bias* (с англ. – домашние предпочтения). Например, в Швейцарии применяются нормативы, делающие финансовые инвестиции за рубеж менее привлекательными для банков. Шведский государственный банк в целях расширения доступа предприятий реального сектора к банковским кредитам первым в мире ввел отрицательную ставку по депозитам коммерческих кредитных организаций в центробанке – минус 0,25%, а базовая ставка РЕПО была снижена

с 0,5 до 0,25%. Такая неординарная мера центрального банка Швеции была направлена на стимулирование кредитования банковским сектором реальной экономики.

Правительство Великобритании совместно с Банком Англии запустили программу кредитования банков по более низким процентным ставкам, чем на рынке, в случае направления последними ресурсов на кредитование нефинансовых отраслей экономики, т. е. реального сектора. Эта программа (Funding for Lending, FLS) была нацелена не только на стимулирование кредитования. Она включала несколько этапов: на первом банки могли получить лишь 5% от общего объема своего кредитного портфеля, на втором этапе – 100% объема выданных кредитов реальному сектору с момента получения первого займа и до конца 2013 г. При этом банки получали займы под 0,25% годовых при условии, что объем кредитования как минимум не сократится. Если же объем кредитного портфеля сократится, например на 5% и более, ставка повышается до максимального уровня 1,5%³.

К участию в программе присоединились не только крупные банки Великобритании, так как она призвана стимулировать кредитное взаимодействие банковского и реального секторов экономики путем предоставления дешевого централизованного финансирования в условиях ограниченности ресурсов. Европейский центральный банк решил запустить аналогичную программу *Longer-term refinancing operations (LTRO)*, с той лишь разницей, что доступ к льготным средствам получают те банки, которые согласятся кредитовать реальный сектор экономики, а также с более коротким периодом кредитования (если в FLS – 4 года, то в LTRO – 3, 6, 9 и 12 месяцев).

При этом ставка меняется в зависимости от динамики кредитного портфеля. Сначала она составляет 0,25%, а в случае снижения кредитного портфеля на 1% ставка вырастет на 0,25% до максимального уровня 1,5%. Считается, что новая технология банковского кредитования позволит расширить



³ Британские банки получают 60 млрд фунтов в рамках программы Funding for Lending [6].

объемы и доступность кредитования для предприятий реального сектора, предлагая им дешевое централизованное финансирование. Большинство банков Великобритании присоединились и к этой программе.

■ ВЫВОДЫ

Резюмируя вышесказанное, отметим, что текущая денежно-кредитная политика, реализуемая Банком России, несмотря на декларируемые задачи – содействие экономическому росту, – де-факто не достигает своих целей. При растущей инфляции происходит дальнейшее повышение процентных ставок и удорожание ресурсов, снижение денежной массы, уменьшение объемов кредитования реального сектора, сокращение его размера и, как следствие, отсутствие столь необходимого экономического роста, что в значительной степени осложняется геополитической обстановкой и международной экономической ситуацией.

Однако в России инфляция носит немонетарный характер, в связи с этим борьба с ней жесткими монетарными методами не приводит к желаемому результату. Более того, при сложившейся ситуации в экономике инфляционное таргетирование несет больше угроз, чем благ, ведет к финансовой нестабильности. Последнее еще более усугубляет положение бизнеса и оказывает давление на экономический рост. На настоящем этапе целесообразно, на наш взгляд, сместить акценты в денежно-кредитном регулировании с таргетирования инфляции на достижение экономического роста.

Природа инфляции слишком сложна и неоднозначна. Борясь с ней исключительно фискальными мерами, получаем в большей степени отрицательный результат: снижение производства, падение темпа роста ВВП при возрастающей инфляции. Эта тенденция подтверждается динамикой инфляции и темпа роста ВВП (рис. 6 и 7): возрас-

Рис. 6. Изменение уровня инфляции и темпа роста ВВП в России, %

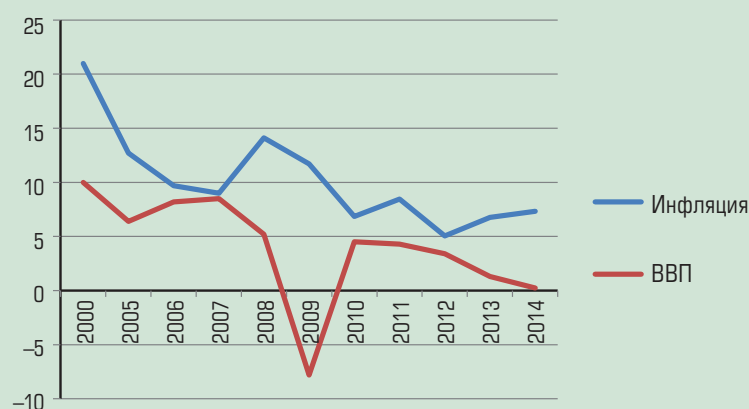
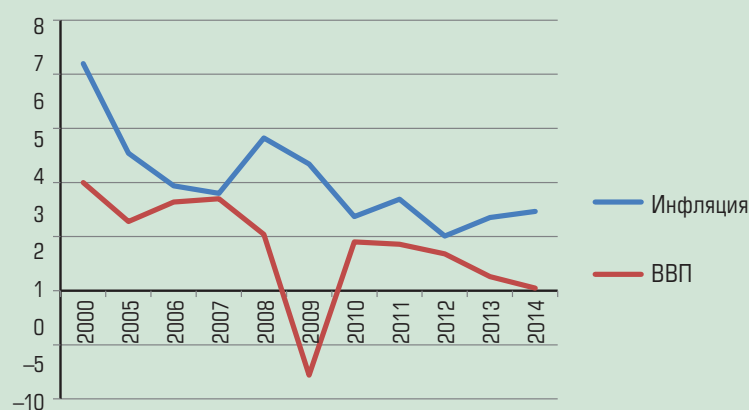


Рис. 7. Изменение уровня инфляции и темпа роста ВВП в Бразилии, %



тание уровня инфляции сопровождается снижением темпов роста ВВП (2007–2009 гг., 2012–2014 гг.) и наоборот, при снижении инфляции темпы роста ВВП растут (2006–2007 гг., 2010–2011 гг.).

О невозможности снижения инфляции исключительно силами Банка России не раз говорили ведущие российские экономисты [7]. И, на наш взгляд, справедливо, что уровень инфляции в большей мере зависит от государственной политики и от антимонопольного законодательства, чем от денежно-кредитной политики регулятора. Диспропорция между количеством денег в России и объемом рынка все же имеет место. Количество денег в обращении существенно превысило потребность в них для оборота имеющихся товаров, работ, услуг. При этом превышение денежной массы распределено неравномерно между субъектами экономики. В итоге отрасли реального

сектора экономики при избытке ресурсов в целом в стране испытывают серьезный недостаток в них. Но при высокой ставке они не способны выступать в качестве заемщиков.

Бороться надо не с количеством денег, а со слабостью российской экономики, серьезными структурными диспропорциями. Именно в этом кроются причины «непобедимой» инфляции. Следовательно, стремиться необходимо к обеспечению экономического роста, направлять ресурсы на эти цели. А борьба с инфляцией приведет лишь к усугублению имеющихся проблем, дальнейшему экономическому спаду и возрастанию по спирали инфляции.

История знает и примеры ориентации денежно-кредитной политики не на одну ключевую цель (что считается традиционным вариантом построения парадигмы денежно-кредитного регулирования), а на две (например, США и Китай в раз-

личные периоды эффективно пользовались бицелевой системой).

Для оздоровления экономики и достижения приемлемых темпов роста в рамках денежно-кредитного регулирования необходимо прежде всего ориентироваться на механизм рефинансирования, влиять на его объем и уровень процентных ставок, коррелирующих с потребностями экономики. Именно эти инструменты явля-

ются основными рычагами в ведущих странах и позволяют серьезно влиять не только на финансовые рынки, но и на экономику страны в целом.

На наш взгляд, Банку России необходимо пересмотреть основные направления государственной денежно-кредитной политики в сторону ориентации на достижение, в первую очередь, экономического роста в стране. Следует также обратить внимание на между-

народный опыт и перенять положительные аспекты, в частности, развивать льготное долгосрочное кредитование коммерческих банков на цели предоставления инвестиционных кредитных ресурсов предприятиям реального сектора экономики, а также установить различный уровень ключевой ставки в зависимости от целей привлечения ресурсов коммерческими банками.

Список литературы

1. Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов.
2. China statistical yearbook, 2013. National accounts - 2-4 Indices of Gross domestic Product [Электронный ресурс] : www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2013/indexeh.htm.
3. The World Bank [Электронный ресурс] : http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?order=wbapi_data_value_2013+wbapi_data_value+wbapi_data_value-last&sort=asc.
4. The Statistics Portal [Электронный ресурс] : www.statista.com/statistics.
5. The Statistics Portal [Электронный ресурс] : www.inflation.eu.
6. Электронный ресурс : <http://stockinfocus.ru/2012/09/25/britanskie-banki-poluchat-60-mlrd-funtov-v-ramkax-funding-for-lending>.
7. Аганбегян А. Г., Ершов М. В. О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. 2013. № 6.

20
марта

XVII Всероссийская банковская конференция "Банковская система России 2015: новые вызовы и решения"

«ПРЕЗИДЕНТ-ОТЕЛЬ»
Москва, Б.Якиманка, 24



На конференции предлагается обсудить широкий круг проблем и задач, связанных с жизненно важными вопросами банковского бизнеса и дальнейшего развития кредитного рынка в России.

Особое внимание будет уделено новым вызовам в условиях экономических санкций и финансовой нестабильности, проблемам надзора, регулирования и финансовой устойчивости банков, актуальным вопросам управления ликвидностью, активами и рисками.



www.asros.ru

СПРАВКИ И РЕГИСТРАЦИЯ: (495) 785-2993, 785-2988 kmd@asros.ru; mts@asros.ru; cpk@asros.ru

