

**УСТРАНЕНИЕ ДИСБАЛАНСОВ
ВО ВЗАИМОДЕЙСТВИИ
ФИНАНСОВОГО И РЕАЛЬНОГО СЕКТОРОВ
РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

ДОМАЩЕНКО ДЕНИС ВИКТОРОВИЧ

к.э.н., заведующий
научной лаборатории
Исследования денежно-кредитной
системы и анализа финансовых рынков
РЭУ им. Г.В. Плеханова

Москва – 2018

Введение

Либеральный режим регулирования финансовых институтов и появление многочисленных финансовых инноваций привели к «перекосу» в распределении доходов в пользу финансового сектора экономики. При этом денежно-кредитная политика большинства центральных банков стала главным инструментом поддержки крупнейших представителей финансового сектора, но *не фактором поддержки роста реального сектора экономики.*

Не является исключением и Россия.

Так, например, объем накопленной задолженности нефинансового сектора экономики перед российской банковской системой (более 36 трлн.руб.¹), превратил стремительно растущие кредитные риски *в реальный тормоз структурного реформирование экономики.* Свидетельство тому, предельно низкая инвестиционная активность этого сектора.

Доля банковского кредитования в структуре инвестиций в основной капитал не превышает 5% от всего объема инвестиций. Из более, чем 30 трлн.руб.², выдаваемых банками кредитов в 2016 и 2017 гг., *лишь немногим более 1 трлн.руб.³ в год было направлено на инвестиции в основной капитал.* А значит, кредитуются процесс выживания организаций, закрытия их кассовых разрывов и прочих краткосрочных задач, но никак не новые проекты, требующие долгосрочного финансирования.

Действующий режим инфляционного таргетирования Банка России регулирует потоки спекулятивных капиталов и замыкает их на инструменты финансового рынка, не имеющие прямого отношения к кредитованию конкретных инвестиционных проектов. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, в первую очередь, оказывает влияние на трансграничные потоки спекулятивных капиталов, размещаемых на российском рынке государственных облигаций. Банк России, регулируя уровень ключевой процентной ставки, обеспечивает высокий уровень доходности для спекулятивных операций «*carry-trade*», а участие Минфина РФ с февраля 2017 года в роли основного покупателя иностранной валюты на рынке в случае роста нефтяных цен сдерживает укрепление рубля. В результате *достигается*

¹ По данным Банка России.

² Там же.

³ По данным Росстата.

кратковременная стабильность на валютном рынке при одновременном сохранении неравных условий кредитования для различных видов экономической деятельности.

Высокие реальные процентные ставки в России отсекают от рентабельного кредитования значительное число инвестиционных проектов реального сектора. В этих условиях экономический рост возможен только в добывающих отраслях. Причем, *только* при благоприятной ценовой конъюнктуре на соответствующее сырье.

Отметим также, что избыточная кредитная экспансия нулевых годов XXI века, основным источником которой стали дополнительные доходы от роста цен на углеводороды, создала серьезную проблему поддержки финансовой стабильности. Устранение дисбалансов во взаимодействии финансового и реального секторов экономики можно достичь через выравнивание темпов роста сбережений и кредитования. Для этого требуется создание финансовых механизмов, с одной стороны, стимулирующих кредитную активность банков, направленную на обновление основных фондов в реальном секторе экономики. С другой, – ограничивающих потенциальный кредитный перегрев экономики в случае растущего тренда цен на нефть.

Задача представленного доклада – предложить механизмы снятия рассмотренных ограничений в развитии реального сектора экономики, накладываемых существующими принципами денежно-кредитного регулирования финансового сектора.

1. Причины дисбалансов во взаимодействии финансового и реального секторов российской экономики

Банковская система, как основной сегмент финансового сектора, должна способствовать развитию экономики, осуществляя клиентские платежи, аккумулируя сбережения клиентов и предоставляя кредиты заемщикам. Однако, как отмечалось, реальна проблема недоступности кредитных ресурсов для реального сектора экономики, поскольку несовершенство регулирующих механизмов, ограничивает участие банковской системы в процессах модернизации отечественной экономики. Свободный перевод сбережений клиентов любой срочности из банка в банк, в свою очередь, создает риск внезапного оттока вкладов. В итоге:

- заемщики сталкиваются с дорогими кредитами;

- вкладчики – с рисками потерь части сбережений при неожиданном отзыве банковской лицензии;
- банкиры – с неустойчивой депозитной базой.

В сырьевых экономиках с промежуточным валютным режимом⁴ (к которым относилась и экономика России до ноября 2014 года) в фазе роста сырьевых экспортных цен банки имеют возможность многократно мультиплицировать кредитные деньги. Это приводит к значительному опережению темпов роста кредитной задолженности и денежной массы над ростом ВВП. Кредиты, как правило, выдаются на короткий срок и привлекаются заемщиками для пополнения оборотного капитала. Если регулятор проводит жесткую контрциклическую денежно-кредитную политику, то завышаются процентные ставки относительно инфляции, что увеличивает поток процентных платежей от реального сектора в пользу банковской системы.

Сравним результаты повышательной фазы делового и кредитного циклов в нулевые годы XXI века по ряду стран, ведущая роль в экономике которых отводится экспорту энергоносителей (табл. 1).

Таблица 1

**Коэффициенты роста макроэкономических показателей в период
подъема нефтяных цен (2014/2000 гг.)**

Страна	Кредиты банковско го сектора	Денежный агрегат M2	ВВП	Международные резервы	Население	Валюта
Азербайджан	43,83	24,51	14,26	23,27	1,19	0,88
Казахстан	36,51	25,61	11,60	13,80	1,16	0,80
Россия	31,17	14,63	7,16	13,96	0,98	0,48
Алжир	20,30	7,31	3,91	13,75	1,28	1,19
ОАЭ	8,94	3,44	3,85	5,75	3,10	1,00
Колумбия	7,79	6,85	3,78	5,20	1,21	0,94
Нигерия	7,70	11,29	12,26	3,71	1,45	1,18
Саудовская Аравия	7,29	4,89	3,96	35,71	1,37	1,00
Кувейт	5,88	4,15	4,51	4,52	1,80	1,07
Норвегия	3,44	3,21	2,92	2,32	1,14	0,60
Боливия	2,93	6,11	4,07	12,78	1,30	0,92
Мексика	2,90	4,36	1,88	5,50	1,20	0,62
Канада	2,57	2,13	2,42	2,30	1,16	1,58

Источник: рассчитано автором по данным Thomson Reuters.

⁴ По терминологии МВФ страны с промежуточным валютным режимом, где валютный курс находится в режиме «управляемого плавания», контролируемого денежно-кредитными регуляторами.

По данным таблицы 1, наиболее значительная кредитная экспансия произошла в бывших советских республиках, ориентированных на экспорт углеводородного сырья: Азербайджане, Казахстане и России. Однако темпы экономического роста оказались в них в 3-4 раза медленнее темпов роста общей кредитной задолженности по экономике. При этом подавляющая часть генерируемой по кредитному каналу денежной массы уходила из стран в виде оттока капитала или «проедалась» посредством потребительского кредитования, направляемого на покупку импортных товаров, вместо наращивания объемов внутреннего производства с высокой добавленной стоимостью.

Если рост объемов накопленной кредитной задолженности существенно превышает рост ВВП, то можно констатировать риск кредитного перегрева. Если же рост объемов кредитной задолженности примерно соответствует росту денежной массы, то говорить о кредитном перегреве нельзя, т.к. вся генерируемая в процессе кредитования денежная масса концентрируется в национальной банковской системе и формирует ресурсную базу для последующего развития экономики.

Национальные экономики по-разному реагируют на дисбалансы роста кредитной задолженности и ВВП.

Страны, в которых наблюдалась неадекватная росту доходов реального сектора кредитная экспансия, тяжелее переживают кризис, связанный с ухудшением сырьевой конъюнктуры. И, наоборот, там, где происходил синхронный рост кредитования и сбережений, *нефтяная дефляция не сказалась негативно на состоянии экономик*. Речь, в первую очередь, идет о Норвегии, Канаде, Мексике и Боливии.

Россия оказалась в группе стран, где последствия избыточной кредитной экспансии негативно сказываются как на реальном, так и финансовом секторе экономики. Амплитуда кредитного цикла при действующих в рассматриваемый период денежно-кредитных механизмах оказалась значительно выше амплитуды делового цикла. Причем наибольший разрыв в динамике темпов роста накопленной кредитной задолженности и ВВП наблюдался в странах с промежуточным валютным режимом. В странах с режимом свободного плавления национальных валют отклонение темпов роста кредитования от динамики ВВП оказалось минимальным.

В конце 2014 года Банк России отпустил курса рубля в «свободное плавание». Был сделан шаг *в направлении формирования естественного*

механизма, ограничивающего кредитный перегрев⁵. Но переход в 2017 году к практике централизованного выкупа Минфином РФ валюты, на рынке при повышении нефтяных цен марки Юралс выше уровня отсечения в 40 долл. США за баррель снова *создает риск кредитного перегрева*. Кроме того, искусственное сдерживание укрепления курса рубля означает дополнительные процентные риски для организаций реального сектора при последующей «борьбе» Банка России с оттоком спекулятивных капиталов посредством завышения ключевой ставки в случае очередного шока снижения нефтяных цен.

К сожалению, банковский кредит в отечественной экономике используется не как инвестиционный инструмент, позволяющий повысить производительность труда в реальном секторе, а как временная инъекция оборотного капитала, *закрывающая кассовые разрывы в деятельности предприятий*, т.е. обеспечивающая их текущее выживание. По этой причине общее финансовое состояние организаций-заемщиков может ухудшаться. Но Банк России продолжает отстаивать интересы банковского сообщества, в т.ч. путем ужесточения условий обслуживания долговых обязательств заемщиками коммерческих банков.

Это стратегия *вынуждает предприятия ограничивать инвестиции*. Они предпочитают быстрее рассчитываться с банками и накапливать денежные средства на депозитных счетах (под более высокую процентную ставку), нежели инвестировать в развитие производства. В этих условиях сбалансированного роста экономики не может происходить. Имеет место только *искусственное увеличение объемов денежной массы за счет непроизводительной переоценки ликвидных активов*, путем начисления процентов по банковским счетам.

В случае угрозы банковских банкротств регулятор докапитализирует банковскую систему, предоставляя крупным банкам дополнительную ликвидность, или разрабатывает программы санации системно значимых банков. В результате:

- финансовое состояние банков улучшается значительно быстрее;
- показатели эффективности банковской деятельности выходят на траекторию роста. В отличие от показателей эффективности организаций-заемщиков нефинансового сектора, переживающих более глубокий кризис.

⁵ Подобный механизм успешно функционирует в Канаде и Норвегии.

Дисбалансы во взаимодействии реального и финансового секторов экономики формируются:

- смещенными целевыми установками в денежно-кредитной политике, ориентированными на таргетирование инфляции, а не на решение проблемы ограниченной доступности кредитования для обновления основных фондов в реальном секторе экономики;
- возможностью кредитного перегрева в потребительском секторе и в отраслях с быстрой оборачиваемостью капитала в фазе роста цен на углеводороды в условиях промежуточного валютного режима.

Чтобы оценить возможные дисбалансы в части сбережений и кредитования, необходимо разработать экономико-математическую модель, описывающую влияние основных макроэкономических показателей российской экономики и денежно-кредитных ограничений на кредитную активность банков.

2. Моделирование кредитной активности российских банков

Формирование дисбалансов между сбережениями и кредитованием банками реального сектора экономики зависит от фазы кредитного цикла в экономике. В условиях повышательной фазы кредитного цикла в России наблюдается увеличение накопленной кредитной задолженности, значительно опережающей рост показателей реального сектора экономики. Впоследствии, в фазе снижения кредитного цикла обостряется проблема доступности кредита, т.к. регулирующие действия центрального банка, направленные на рост ключевой процентной ставки, снижают кредитный спрос.

Для идентификации фазы кредитного цикла нами разработан индикатор кредитного перегрева, характеризующий отклонение темпов роста фактической кредитной задолженности от ее расчетного сбалансированного уровня. Сбалансированный уровень кредитной задолженности автор определяет на условиях эквивалентности составляющих каждого из компонентов финансовой стабильности банковской системы: баланса ликвидности и депозитно-кредитного баланса.

Мы полагаем, что финансовая стабильность банковской системы характеризуется:

- ее достаточной ликвидностью при исполнении текущих обязательств;
- сопоставимыми по срокам платными пассивами и доходными активами.

Эти условия можно зафиксировать следующей системой приближенных равенств:

$$\begin{cases} L + Z \approx T \\ K \approx D \end{cases} \quad (1)$$

где:

L – средства коммерческих банков в Банке России на корреспондентских счетах с учетом обязательных резервов;

T – переводные счета клиентов банков;

Z – вложения банков в ликвидные долговые обязательства;

K – кредитная задолженность перед коммерческими банками;

D – непереводные (срочные) депозиты клиентов коммерческих банков.

Приближенное равенство ликвидных активов ($L+Z$) и текущих обязательств T означает *баланс ликвидности*. Приближенное равенство непереводных депозитов и величины кредитной задолженности перед банками – *депозитно-кредитный баланс*.

По нашему мнению, существенное отклонение указанных компонентов от равенств, увеличивает угрозу возникновения финансовой нестабильности, которая, к тому же, может усилиться под воздействием какого-либо внешнего шока.

Сбалансированное кредитование ($Kсб$) имеет место *при соответствии* объемов накопленной кредитной задолженности объему непереводных депозитов на банковских счетах за вычетом дисбаланса ликвидности. Этот дисбаланс рассчитывается как разница между переводными депозитами и ликвидными активами.

$$Kсб = D - (T - (L+Z)) \quad (2)$$

Введем индикатор кредитного перегрева Q , характеризующий соотношение фактической и сбалансированной расчетной кредитной задолженности. Чем он выше, тем система более нестабильна и уязвима в случае воздействия на нее внешних рыночных шоков.

$$Q = Kсб/K \quad (3)$$

Расчет динамики Q по исходным показателям российской банковской системы приведен на рисунке 1.

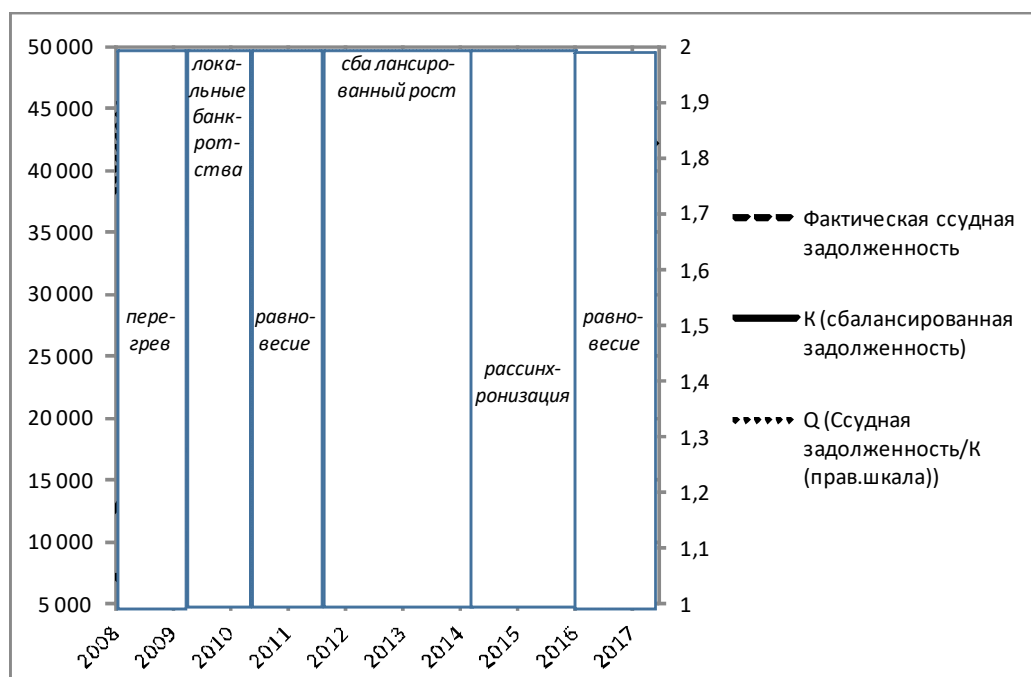


Рисунок 1 – Индикатор кредитного перегрева Q , фактическая и сбалансированная ссудная задолженности в банковской системе РФ с 2008 по 2017 гг.

Как видно из рисунка 1, в отечественной банковской системе 2008 года наблюдался более высокий риск системного банковского кризиса, чем в 2017 году. Фаза кредитного перегрева 2008 года переросла в локальные банкротства и масштабный делеверидж 2009-2010 годов. В настоящее время индикатор кредитного перегрева Q значительно ниже, чем до глобального финансового кризиса. Если в начале 2008 года накопленная кредитная задолженность перед банковской системой превышала сбалансированную в 1,9 раза, то к концу 2017 года данное соотношение составило только 1,04⁶.

В целом банковская система России не испытывает нехватку ликвидности. Но, принимая во внимание банкротства таких крупных банков, как Татфондбанк, ЮГРА, санацию банков «ФК Открытие», Бинбанка и

⁶ Рассчитано автором по данным Банка России.

Промсвязьбанка, можно говорить о глубоких процессах ее реструктуризации и укрупнения. По сути, санация Банком России целого ряда крупнейших банков страны предотвратила переход банковской системы в фазу системного банковского кризиса по причине неудовлетворительного финансового состояния заемщиков банков из реального сектора экономики.

Ключевыми исходными данными для имитационной модели прогнозирования индикаторов финансового состояния банковской системы являются компоненты денежной массы, определяемой через ВВП. Номинальный ВВП РФ, выраженный в долларах, в долгосрочном временном интервале имеет сильную корреляцию с ценами на нефть (см. рис. 2)⁷.

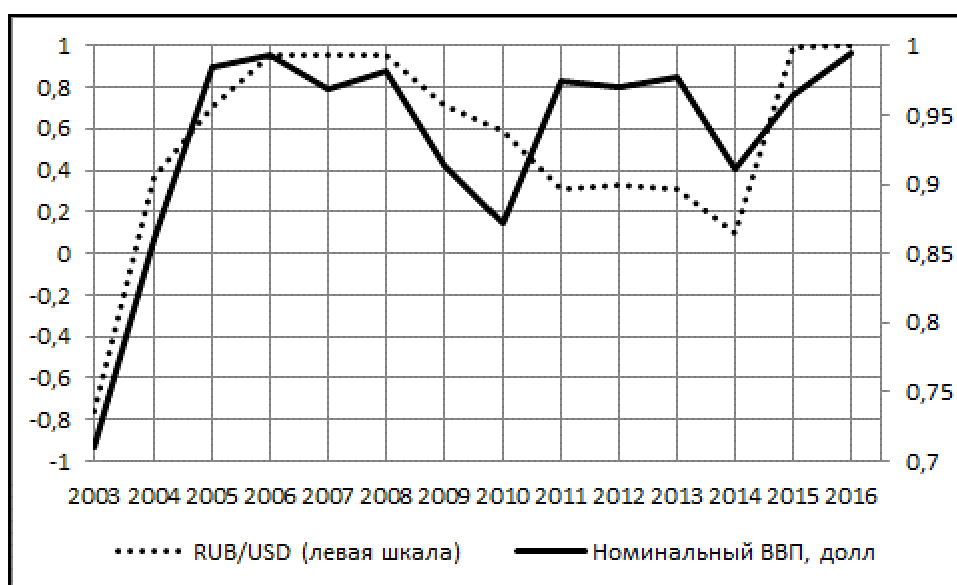


Рисунок 2 – Динамика коэффициентов корреляции курса USD/RUB и номинального ВВП в долл. США с ценами на нефть

С 2005 года коэффициент корреляции ВВП и цен на нефть не был ниже 0,87. Поэтому ключевым входящим показателем, моделирующим динамику денежных потоков и компонентов финансовой стабильности банковской системы, становится цена нефти на прогнозируемом временном интервале.

Как известно, Банк России с середины нулевых годов сдерживал укрепление рубля. В результате корреляционная связь между рублем и ценами на нефть с 2008 по 2013 год ослабла. дополнительная валютная выручка изымалась в международные резервы РФ посредством валютных интервенций.

Это воздействовало на рыночную ситуацию не в пользу российской валюты: Банк России на валютных торгах в качестве покупателя сдерживал укрепление курса рубля, а денежная эмиссия была привязана к экспортным возможностям экономики и сырьевой конъюнктуре. После перехода в 2015 года к плавающему режиму курсовых колебаний взаимосвязь цен на нефть и курса рубля *резко выросла*.

В режиме свободного плавания курс российской валюты к доллару США (*USD/RUB*) относительно нефтяных цен марки «*Brent*» удается описать уравнением полиномиальной кривой, аппроксимирующей наблюдения соответствующих рядов динамики, начиная с осени 2014 года (см. рис. 3)⁸.

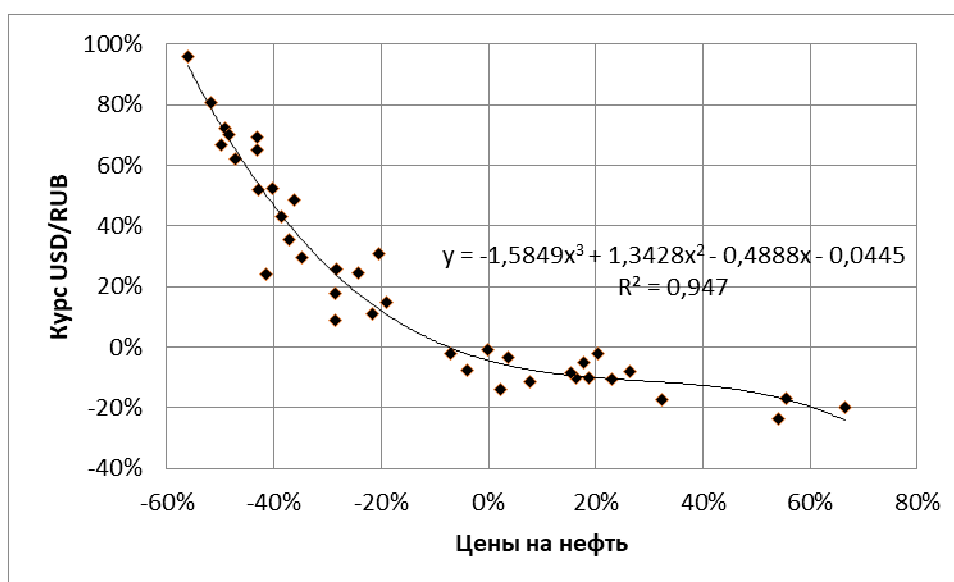


Рисунок 3 – Распределение относительных годовых темпов прироста цен на нефть и курса USD/RUB (октябрь 2014 г. - январь 2018 г.)

Результаты исследования тесноты связи макроэкономических показателей стран-экспортеров углеводородов, применяющих режим плавающего курса национальной валюты, с основными индикаторами мирового рынка, *показывают наличие выраженной однонаправленной зависимости* темпов прироста курсов национальных валют и текущих счетов платежного баланса.



⁷ Рассчитано автором по данным Росстата, Банка России и Thomson Reuters.

⁸ Рассчитано автором по данным Московской биржи.

Следовательно, режим плавающего валютного курса позволил перейти к разработке эффективных моделей прогнозирования рыночных индикаторов денежно-кредитной системы при заданных трендах динамики цен на нефть.

Подобная модель разработана автором настоящего доклада.

3. Модель прогнозирования рыночных индикаторов денежно-кредитной системы России

Представляемая модель включает два блока и направлена на прогнозирование рядов динамики индикаторов денежно-кредитной системы.

Первый блок. Блок нелинейной авторегрессионной нейронной сети (*NAR*).

Второй блок. Блок линейной векторной авторегрессии (*VAR*).

Рассмотрим модель подробнее.

Первый блок используется для получения прогноза рядов динамики на заданное количество точек. Второй блок служит для построения прогнозов в виде математического ожидания и стандартного отклонения. Совместное использование данных блоков позволяет устранить недостатки обоих типов моделей. Блок *VAR* выступает в качестве оценки прогноза, получаемого с помощью *NAR*-блока.

Блок нелинейной авторегрессионной нейронной сети (*NAR*):

$$y_t = F(y_{t-1}, y_{t-2}, \dots, y_{t-p}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

где:

$F(\cdot)$ – нелинейная функция, аппроксимируемая нейронной сетью;

y_t – вектор последних значений временных рядов;

y_{t-p} – вектор предыдущих значений временных рядов;

ε_t – вектор случайных ошибок.

Для обучения нейронной сети используются выборки данных, которые делятся на следующие временные отрезки:

- обучающая выборка – 70%;
- тестовая выборка – 15%;
- валидационная выборка – 15%.

Обучение нейронной сети осуществляется по алгоритму Левенберга-Маквардта.

Блок векторной авторегрессии (*VAR*):

$$y_t = a_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t = a_0 + \sum_{n=1}^p A_n y_{t-n} + \varepsilon_t \quad (5)$$

где:

y_t – вектор последних значений временных рядов;

a_0 – вектор констант;

p – количество лагов;

$A_1 \dots A_p$ – матрицы параметров модели (коэффициенты авторегрессии);

y_{t-p} – вектор предыдущих значений временных рядов;

ε_t – вектор случайных ошибок.

Исходные данные второго блока модели были приведены к стационарному с помощью расширенного теста Дики-Фуллера. С целью определения оптимального количества лагов модели использовались информационные критерии Акайке (*AIC*) и Байеса, а при получении различных результатов по критериям выбирался минимальный лаг.

Оба сценария динамики нефтяного рынка, заложенные в модель, противоположно скажутся на темпах роста ВВП России. Например, растущий тренд цен на нефть к 2025 году до 100 долл./барр. обусловит рост кредитной задолженности перед банковской системой до 90 трлн.руб. Нисходящий тренд цен на нефть к 2025 до 15 долл./барр. обусловит увеличение кредитной задолженности перед банковской системой РФ до 72 трлн.руб. (см. рис. 4).

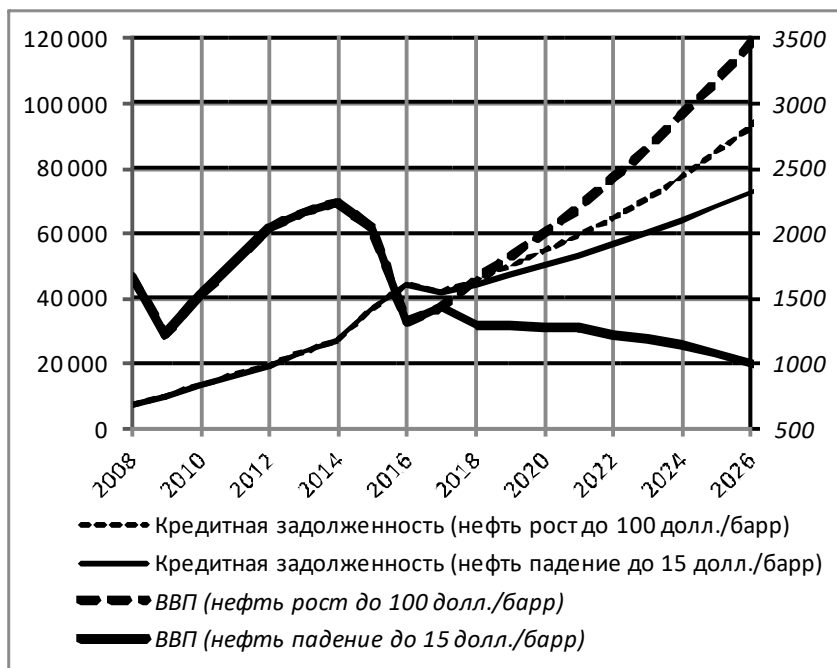


Рисунок 4 - Имитационное моделирование трендов кредитной задолженности и ВВП РФ

* Кредитная задолженность, млрд.руб. (левая шкала).

** Номинальный ВВП РФ (правая шкала) в млрд.долл. США в диапазоне цен на нефть от 15 до 100 долл. за барр.

Прирост уровня номинальной сбалансированной кредитной задолженности будет очевиден при любом тренде нефтяных цен. При падении цен на нефть это обусловлено ускорением инфляции из-за девальвации рубля и ростом номинальных процентных ставок. При повышении нефтяных цен – ростом реального ВВП и номинальных доходов. Однако это не гарантирует позитивных изменений в структуре банковских заемщиков по видам экономической деятельности и не приведет к использованию банковского кредита для модернизации производств.

В случае падения цен на нефть новые кредиты будут выдаваться под более высокие процентные ставки. Их подавляющее большинство будет вынужденно рефинансировать накопленную кредитную задолженность *на новых, причем, невыгодных условиях.*

При росте нефтяных цен остается велика опасность надувания пузыря на финансовых рынках, поскольку сохраняется возможность неограниченной кредитной экспансии для видов экономической деятельности с быстрым оборотом капитала и розничного потребления.

В итоге возникает замкнутый круг. Благоприятная сырьевая конъюнктура формирует избыточную кредитную экспансию в отраслях, не связанных с реальным производством, а неблагоприятная сырьевая конъюнктура провоцирует масштабный делеверидж из-за действий денежно-кредитного регулятора, повышающего ключевую процентную ставку. Таким образом, взаимодействие банков и реального сектора экономики, при любом сценарии развития ситуации на сырьевом рынке, *не связано с использованием кредита в качестве ключевого источника формирования экономики высоких переделов*. В первом случае, из-за высоких рисков по сравнению с отраслями с быстрым оборотом капитала. Во втором, вследствие его недоступности по причине действий регулятора, борющегося с инфляционным давлением.

Преодоление этих ограничений требует разработки денежно-кредитных механизмов, способных обеспечить равнозначный допуск к банковскому кредитованию предприятий всех видов экономической деятельности. А потому, не допускать существенных дисбалансов во взаимодействии банков и реального сектора экономики при любом сценарии на сырьевом рынке.

4. Этапы и механизмы выравнивания дисбалансов во взаимодействии банковского и реального секторов экономики

Выравнивание дисбалансов во взаимодействии банков и реального сектора экономики открывает возможность для сбалансированного развития отечественной экономики. Для этого предлагается программа внедрения финансовых механизмов, сглаживающих амплитуду банковского кредитного цикла. Этапы ее реализации представлены на рисунок 5.

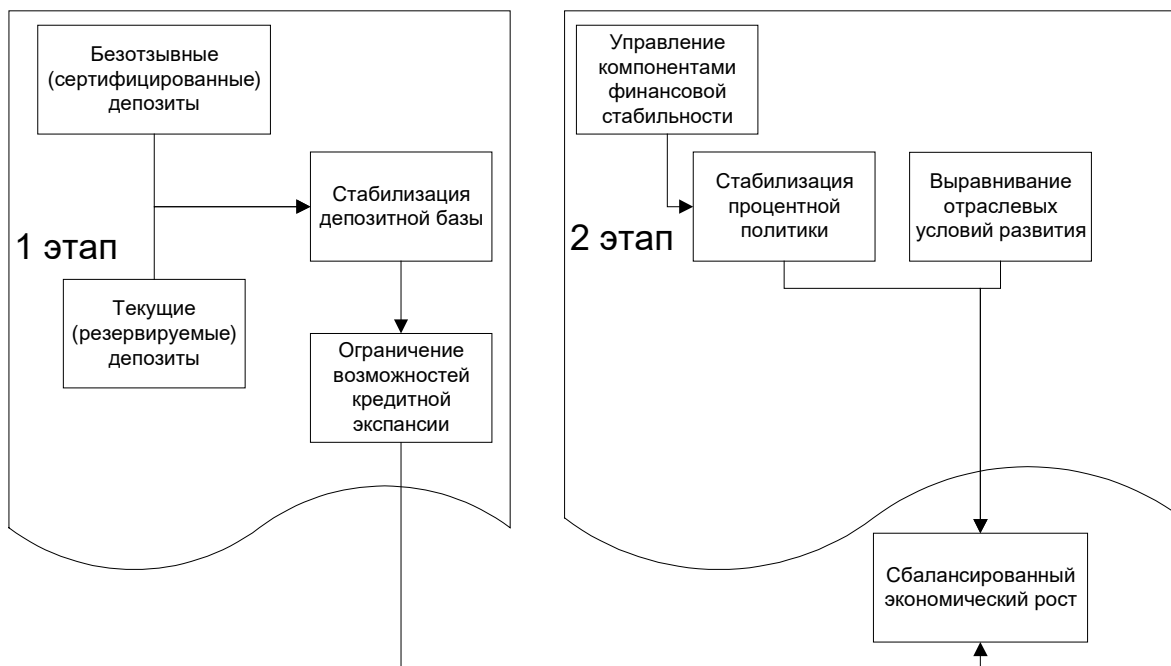


Рисунок 5 - Этапы реализации программы развития финансовых механизмов

Первый этап. Стабилизация депозитной базы коммерческих банков.

1. Осуществление нормативно-правовой поддержки реформирования компонентов депозитной базы банков с разделением *на отзывную и безотзывную части*. Банковское кредитование в каждый момент времени должно соотноситься с эквивалентным уровнем непередаваемых депозитов. В результате только непередаваемые депозиты становятся основными источниками для кредитной экспансии.

2. Введение института непередаваемого сертифицируемого депозита, гарантирующего сохранность кредитных ресурсов для каждого банка в течение всего срока действия депозитного договора. Вкладчики *не смогут досрочно востребовать непередаваемые депозиты*. Однако они могут воспользоваться кредитными продуктами банка, когда залогом по кредиту становится уже размещенный ими депозит. Вкладчик также получает право переуступить вклад в порядке цессии другому лицу. В обоих случаях не теряются накопленные проценты по вкладам, как это происходит в настоящее время при досрочном расторжении депозитного договора. Средства по непередаваемым депозитам полностью освобождаются от обязательного резервирования.

3. По текущим (передаваемым) счетам клиентов банков *вводится норма обязательного резервирования по максимальному уровню*, предусмотренному

банковским законодательством, – 20%. Это создаст значительную подушку ликвидности для банков при проведении ими расчетных операций и позволит существенно снизить потенциальный шок на межбанковском кредитном рынке при переходе крупных клиентов из банка в банк. Кроме того, высокая норма обязательного резервирования по переводным счетам компенсирует нехватку резервов по непереводным счетам, которые формироваться не будут.

Итоги первого этапа:

- перестройка пассивной базы банков на новых принципах, гарантирующих более высокую степень их устойчивости;
- стабилизация депозитной базы, обеспечивающая:
 - адекватность ресурсов для кредитования проектов с длительным сроком окупаемости;
 - создание адекватных возможностей для банковского менеджмента при управлении активами против пассивов.

Второй этап. Стабилизация рыночных процентных ставок.

1. Реализация нового базового принципа денежно-кредитной политики, ориентирующего процентную ставку по операциям рефинансирования Банка России *на среднюю рентабельность активов в реальном секторе экономики.*

Для обеспечения сбалансированного экономического роста и адекватного развития банковского сектора требуется, чтобы рентабельность заемщиков банков была выше средней рентабельности по экономике. Только в этом случае кредит будет способствовать развитию реального сектора экономики. И чем ближе кредитные процентные ставки будут к уровню рентабельности активов заемщиков, тем скорее начнется этот процесс⁹.

2. Ключевая процентная ставка регулятора должна быть более гибкой и определяться рыночно, *исходя из текущего спроса и предложения на деньги в реальном секторе экономики*, а не вследствие необходимости манипулирования валютным курсом со стороны государства или ожиданиями спекулятивно настроенных игроков. Ограничение волатильности процентных ставок

⁹ Анализ показал, что только при ключевой процентной ставке на 1-2% выше уровня средней рентабельности активов в 2010-2013 гг. обеспечивался адекватный рост кредитной активности в российской экономике. Расхождение динамики ключевой ставки и уровня рентабельности предприятий, произошедшее в 2014-2016 годах стали дополнительным фактором кредитного торможения и стагнации в реальном секторе экономики.

достигается за счет наращивания операций на открытом рынке со стороны центрального банка.

3. Фиксированная нижняя граница коридора процентных ставок по операциям абсорбирования ликвидности Банком России *должна быть отменена*. В случае завышения уровня ключевой процентной ставки относительно инфляции расширяется структурный профицит ликвидности, и банки предпочитают размещать свободную ликвидность в Банке России вместо кредитования реального сектора экономики.

Итоги второго этапа:

- нейтральная денежно-кредитная политика относительно инфляции;
- операции на открытом рынке Банка России становятся основными при регулировании краткосрочной ликвидности банковской системы.

Заключение

Изменение структуры российской экономики, ориентированной де-факто на экспорт углеводородного сырья, в пользу отраслей, производящих продукт с высокой добавленной стоимостью невозможно без масштабных инвестиций в основной капитал высокотехнологичных производств. Однако этому процессу мешают дисбалансы, создающиеся при взаимодействии банковской системы и реального сектора экономики. Таким образом, роль кредитных источников в обновлении основных фондов и инвестиций в высокотехнологичные отрасли может возрасти только при расширении доступности кредитования. А это невозможно, если не произойдет смена приоритета в процентной политике регулятора: от таргетирования инфляции к мониторингу средней рентабельности активов организаций-заемщиков.

Одновременно с изменением цели денежно-кредитной политики требуется, во-первых, обеспечить устойчивость непереводных банковских депозитов за счет их безотзывного характера (для формирования у банков ресурсной базы «длинных денег»). Во-вторых, ограничить использование переводных депозитов в кредитных и спекулятивных операциях за счет применения максимально высокой нормы их обязательного резервирования.