

УДК 336.741.2

# Рефинансирование – инструмент или рудимент центрального банка?

**КРОПИН ЮРИЙ АНАТОЛЬЕВИЧ,**

*д-р экон. наук, профессор кафедры «Денежно-кредитные отношения и монетарная политика»  
Финансового университета при Правительстве Российской Федерации*

**E-mail:** kropin.yury@yandex.ru

**Аннотация.** Предметом исследования настоящей статьи является один из наиболее актуальных инструментов регулирующей деятельности центрального банка – рефинансирование. Цель статьи состоит в том, чтобы проанализировать данный инструмент в плане его соответствия сути денег в условиях современной денежной системы. Рефинансирование как инструмент ЦБ возник в условиях золотостандартной денежной системы, в то время как в современных условиях существует фидуциарный тип данной системы, предполагающий использование уже иных инструментов регулирования рыночных процессов. В результате исследования был сделан вывод, что ныне существующая практика рефинансирования является внутренне противоречивой; она не способствует обеспечению равновесного развития рынка в сфере денежного обращения. Методами исследования, используемыми в статье, были анализ и синтез, органическая последовательность изложения материала и некоторые другие. Область применения результатов – регулирующая деятельность ЦБ.

**Ключевые слова:** деньги, денежная система, центральный банк, активы ЦБ, рефинансирование, ставка ЦБ.

## Refinancing – a tool or a rudiment of the Central bank?

**KROPIN YURI ALEKSEEVICH,**

*Doctor of Economics, Professor of the Monetary relations and monetary policy Department  
of the Financial University*

**E-mail:** kropin.yury@yandex.ru

**Abstract.** The study subject of this article is one of the most relevant instruments governing the activities of the central bank – refinancing. The purpose of this paper is to analyze the instrument in terms of its compliance with the essence of money in today's monetary system. Refinancing as a tool of the Central Bank came under “golden standard” monetary system, while under current conditions there is a fiduciary type of the system, involving the use of other instruments of market processes regulation. As a result, the study concludes that the current existing practice of refinancing is self-contradictory; it does not contribute to the equilibrium of the market development in the sphere of monetary circulation. The methods of research used in the article were the analysis and synthesis of organic consistency of the material, and some others. Results are meant for application in regulating activities of the Central Bank.

**Keywords:** money, money system, the Central bank, the assets of the Central Bank refinancing rate of the Central Bank.



## История возникновения рефинансирования

Нынешней особенностью рассмотрения инструментов, используемых центральным банком в своей регулирующей деятельности, является то, что в абсолютном большинстве случаев не обращается внимание на истоки возникновения данных инструментов, на органичность их применения в условиях современной денежной системы [1–4]. А между тем такая органичность (такое соответствие) имеет существенное значение не только для деятельности самого ЦБ, но и для функционирования всей национальной банковской системы и рынка в целом. Одним из наиболее важных инструментов, используемых ЦБ в своей регулирующей деятельности, выступает величина ставки рефинансирования (ключевой ставки), по которой ЦБ кредитует коммерческие банки. Величина ставки рефинансирования имеет значение не только для всех банков, но и для большинства участников рыночных отношений. Поэтому актуально рассмотрение происхождения этого инструмента и определение его соответствия сути денег в условиях современной денежной системы.

Появление данного инструмента было обусловлено возникновением института центрального банка, формированием двухуровневого характера национальной банковской системы. Во многих экономически развитых странах ЦБ был образован в виде собственной дочерней компании коммерческих банков. Функционирование данных банков предварило возникновение центрального банка. Так, в частности, было в США [5]. До возникновения же ЦБ большинство крупных коммерческих банков эмитировали собственные банкноты, указывая на них определенное число денежных единиц. Соответственно банкноты разных банков отличались друг от друга по внешнему виду; но при этом в каждой стране они были едины в отношении масштаба национальной денежной единицы.

*Масштаб национальной денежной единицы* есть то количество золота, которое представлено одной денежной единицей [6, с. 29]. И конкурирующие между собой коммерческие банки при каждом удобном случае не уставали подчеркивать, что банкноты, эмитированные ими,

являются безусловным обязательством в плане их конвертации на золото исходя из существующего в стране масштаба национальной денежной единицы и того числа таковых единиц, которое обозначено на их банкнотах [7]<sup>1</sup>. В абсолютном большинстве случаев масштаб денежной единицы был унаследован со времен существования золотомонетной денежной системы. В тот период государь-государство выдерживал во всех произведенных монетах изначально установленное соотношение между числом денежных единиц, обозначенным на этих монетах, и количеством золота, содержащимся в них. Если же это соотношение в какой-либо монете нарушалось, то она считалась фальсифицированной. Такое скрупулезное отношение к поддержанию масштаба денежной единицы существовало на протяжении многих веков. За поддержанием в неизменности величины масштаба денежной единицы ревностно следили сами рядовые участники рыночных отношений. И потому государь-государство собственно не имел возможности нарушать данный масштаб, производить фальсифицированные монеты.

Иначе стало в условиях золотостандартной денежной системы. В ее рамках рядовые участники рыночных отношений уже не имели возможности осуществлять контроль над поддержанием в неизменности масштаба денежной единицы. Запасы монетарного золота находились в хранилищах коммерческих банков, которые, как было отмечено, не уставали заверять, что эмитированные ими банкноты являются безусловным обязательством по конвертации их на соответствующее количество золота.

Однако владельцы коммерческих банков довольно скоро поняли, что выполнение ими своих обязательств перед держателями банкнот становится для них не только достаточно

<sup>1</sup> Между прочим, такое же позиционирование банкнот, эмитированных коммерческими банками, нашло свое отражение в трудах основоположников английской политэкономии. Так, А. Смит писал: «Когда население какой-либо страны питает доверие к состоянию, честности и осторожности какого-либо банкира, что уверено в том, что он сможет в любой момент оплатить по требованию те его кредитные билеты, которые ему будут предъявлены, эти билеты приобретают такое же хождение, как и золотая и серебряная монета, поскольку имеется уверенность, что в обмен на эти билеты в любой момент можно получить такие деньги».



обременительным делом, но и практически невыполнимым. Капиталистическая система отношений дала простор для развития предпринимательской деятельности, что обусловило довольно быстрый рост экономики, создания национального валового дохода. Это, в свою очередь, обуславливало необходимость увеличения числа денежных единиц, обозначаемого на банкнотах, производимых коммерческими банками. Однако увеличить данное число коммерческие банки могли лишь при условии увеличения объемов монетарного золота в своих хранилищах. Соответственно у банков в таких условиях возникла дилемма: на что преимущественно ориентировать объем эмиссии? Если на адекватное возрастание запасов золота, то на рынке возникнет проблема с практической организацией денежного обращения, т.е., собственно, нехватка денежных средств для бесперебойного осуществления рыночного оборота. А если на возрастание вещественного содержания рынка, на рост национального валового дохода, то тогда проблема возникнет у них самих в отношении фактического поддержания в неизменности масштаба денежной единицы. Размышление над данной дилеммой привело коммерческие банки к принятию довольно любопытного решения — передать эмиссионную функцию органу, созданному ими в виде своей дочерней компании. Таким органом стал центральный банк.

Ему банки без особого сожаления передали имеющиеся у них запасы монетарного золота и наделили его, помимо эмиссионной функции, еще рядом других, связанных с функционированием денежной системы страны. Пополняя запасы золота, центральный банк должен был производить банкноты уже единого образца для всего рынка и выпускать их в оборот на кредитной основе, т.е. посредством рефинансирования коммерческим банкам под свою ставку. Так возник рассматриваемый инструмент деятельности центрального банка.

### Рефинансирование в условиях золотостандартной денежной системы

Особенность средств, которые стал эмитировать ЦБ, состояла в том, что рядовые участники рыночных отношений по-прежнему

воспринимали их как свое требование к эмитенту в плане конвертации на соответствующее количество золота. В то же время для коммерческих банков эмиссионно-рефинансируемые средства выступали как обязательство перед центральным банком в плане их возврата ЦБ по истечении условленного срока и притом с процентом (ставкой рефинансирования). Таким образом, с самого начала эмиссионной деятельности банкноты ЦБ, использовавшиеся в рыночном обороте, стали иметь довольно сложную, а точнее сказать, противоречивую суть. Чтобы как-то сгладить имеющиеся противоречия и чтобы при этом рядовые участники рыночных отношений не особенно акцентировали свое внимание на том, что банкноты, производимые ЦБ, являются его обязательством по их конвертации на золото, данный банк не только отгородился от этих участников «частоколом» коммерческих банков, но и назвал запасы монетарного золота «резервами».

Такое название должно было подчеркнуть, что имеющиеся у него запасы золота служат не столько тому, чтобы использоваться в повседневном режиме, сколько тому, чтобы быть задействованными лишь в случае наступления какой-либо чрезвычайной ситуации. Резервы — это то, что является как бы неприкосновенным в повседневной практике; более того, от этого слова, например, в США произошло название центрального банка — Федеральная резервная система. И если в прежнее время (в условиях одноуровневого характера банковской системы) рядовые участники рыночных отношений практически не имели возможности контролировать величину запасов золота у коммерческих банков, то тем более они лишались такой возможности в отношении центрального банка в условиях двухуровневого характера банковской системы. В последнем случае они вынуждены были по-прежнему довольствоваться лишь доверием к добросовестности ЦБ в плане поддержания им в неизменности масштаба денежной единицы. И ЦБ так же, как некогда коммерческие банки, позиционировал себя как исключительно надежный орган, которому полностью можно довериться в отношении организации и функционирования денежной системы страны.



Однако, как показала практика, ЦБ на протяжении почти всего периода существования золотостандартной денежной системы вел себя, мягко говоря, не вполне честно. Сначала он эпизодически, а затем систематически стал производить эмиссию числа денежных единиц не вследствие пополнения запасов монетарного золота, а просто вследствие необходимости пополнения наличных средств у коммерческих банков и рынка в целом. Очевидно, что такая практика приводила к «фактическому понижению масштаба национальной денежной единицы» [8]. И когда разрыв между декларируемым и фактическим положением дел, т.е. между декларируемым и фактическим масштабом денежной единицы, достиг критической величины, центральные банки экономически развитых стран приняли выгодное для самих себя решение — они отказались от принятых на себя обязательств по конвертации эмитированных ими банкнот на золото. Таким образом, изображая на протяжении длительного времени надежных контрагентов рыночных отношений, они на Ямайской валютной (денежной) конференции честно признались, что в действительности банально обманывали всех.

### Рефинансирование в условиях современной денежной системы

Конечно, такие определения в оценке их деятельности не прозвучали на данной конференции и не были отражены в ее документах, но суть дела состояла именно в этом. На Ямайской конференции было принято решение о создании принципиально новой денежной системы, которая впоследствии получила в неolibеральной школе экономической мысли название «фидуциарной» [9], т.е. основанной на доверии (к ЦБ). Такое название имело, очевидно, лицемерный характер. Однако суть дела состояла не столько в названии новой денежной системы, сколько в том, что в ее рамках центральные банки, несмотря на удаление золота из состава элементов денежной системы, оставили за собой право на эмиссионную деятельность, а следовательно, они оставили за собой право и на такой инструмент своей регулирующей деятельности, как рефинансирование под свою ставку. Это было очередное «соломоново решение» тех лиц,

которые некогда образовали центральные банки в своих странах, освободив самих себя от необходимости пополнять запасы золота, а теперь освободили свои дочерние компании от принятых обязательств. Но при этом они не лишили их инструментов, которые были характерны для них в условиях лишь золотостандартной денежной системы. Разрешив противоречие между декларативным и фактическим масштабом денежной единицы посредством упразднения самого этого масштаба, они породили другое противоречие — между инструментами регулирующей деятельности ЦБ и сутью денег в условиях новой (фидуциарной) денежной системы.

В действительности в условиях нового типа денежной системы число денежных единиц, обозначенное на всех законных носителях (дензнаках, лицевых счетах, пластиковых картах, «электронных кошельках»), стало представлять вещественное содержание рынка во всем многообразии его форм. Однако творцы новой денежной системы не могли признать этого. В противном случае они лишали бы свое детище — центральный банк — эмиссионного дохода (сеньоража). Будучи заботливыми материнскими компаниями, они оставили этот доход за своей дочерней компанией на том основании, что теперь вместо золота основой эмиссии станут выступать те или иные активы (и пассивы) ЦБ. Пополняя объем таковых, ЦБ мог (может) по-прежнему производить дополнительную эмиссию наличных денежных средств и рефинансировать их под свой процент. Только если раньше этот процент выступал преимущественно экономической основой дохода ЦБ, то теперь его изменяющаяся величина стала позиционироваться как инструмент антициклического регулирования рынка, рыночной конъюнктуры. Кроме того, рефинансирование стало преподноситься как инструмент пополнения так называемой ликвидности банков и рынка в целом [10]<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Под словом «ликвидность» обычно понимается либо соответствующая способность участников рыночных отношений, либо те или иные вещи, в том числе денежные средства, обладающие свойством быстрого обмена на другие вещи. Неolibеральная же школа экономической мысли свое понимание «ликвидности» чаще всего ограничивает наличными денежными средствами, что в системе так называемых денежных агрегатов соответствует агрегату M1.



В качестве новых активов ЦБ в странах, в которых ЦБ является дочерней компанией коммерческих банков, а национальные денежные средства имеют статус свободно конвертируемой валюты, стали выступать государственные долговые обязательства. ЦБ стал производить наличные денежные средства и приобретать на них государственные долговые обязательства. Соответственно наличные денежные средства, поступающие в рыночный оборот и находящиеся в нем, стали представлять уже не запасы монетарного золота, а государственные долговые обязательства, приобретенные на напечатанные ЦБ денежные средства. Ключевым (исходным) пунктом в этом замкнутом порочном круге выступает та «удивительная» фабрика, на которой непрерывно производятся наличные денежные средства, поступающие в оборот посредством рефинансирования.

Очевидно, что затраты ЦБ по производству этих средств не идут ни в какое сравнение с тем числом, которое обозначается на производимых дензнаках. Разница между этими величинами составляет в современных условиях преимущественную основу прибыли ЦБ, которую он не склонен выставлять напоказ. Более того, он не посвящает никого в особенности ведения своего бухгалтерского учета. Названные любопытные обстоятельства деятельности ЦБ зачастую вызывают неподдельный интерес у лиц, озабоченных справедливостью в системе рыночных отношений. В то время как экономическая наука ограничивается лишь бесстрастной констатацией самого факта наличия монопольной сверхприбыли у ЦБ, занимающегося эмиссией «в меру» производственных мощностей указанной «фабрики», экономическая наука сосредотачивает свое внимание прежде всего на том, что позиционирование произведенных ЦБ наличных денежных средств как своих собственных и введение их в оборот на кредитной основе (т.е. посредством рефинансирования) на самом деле не обосновано.

Практически оно ведет к инфляции. Дело в том, что то число денежных единиц, которое обозначается ЦБ на вновь производимых дензнаках, ранее уже появилось на рынке в безналичной форме вследствие создания (части) национального валового дохода. И задача ЦБ в

современных условиях, по сути, должна состоять в том, чтобы средства, появившиеся в безналичной форме, конвертировать в наличные денежные средства. Однако в этом случае ЦБ, находящийся в частной собственности, превратился бы в некоммерческую организацию, владение которой не имело бы экономического смысла для коммерческих банков, учредивших свою дочернюю компанию. Превращение ЦБ в некоммерческую организацию не вполне отвечает и интересам государства, получающего от него немалый доход и постоянно продающего ему свои долговые обязательства. Общая заинтересованность в существующем положении дел как со стороны самых могущественных участников рыночного процесса — крупнейших коммерческих банков, так и со стороны государства в лице Министерства финансов практически затушевывает тот факт, что введение в оборот произведенных ЦБ наличных денежных средств на кредитной основе (т.е. посредством рефинансирования) не обосновано и к тому же вызывает инфляцию.

Правда, справедливости ради все же следует отметить, что уровень инфляции в этих странах фактически довольно низкий — не более 3–5% в год. Объяснение этому парадоксу простое — часть произведенных наличных денежных средств ЦБ вводит в оборот в виде выплаты дивидендов своим акционерам, часть на безвозмездной основе направляет в госбюджет, а часть действительно рефинансирует коммерческим банкам, но под весьма низкий процент. Коммерческие банки, получая средства от ЦБ в виде дивидендов, имеют большую возможность предоставлять кредиты, увеличивать инвестиционную активность и тем самым предотвращать инфляцию. Государство, получающее от ЦБ эмиссионные средства, направляет их бюджетополучателям на безвозмездной основе. Причем зачастую эти средства направляются за рубеж, и их возврат в пределы национального рыночного пространства находится под жестким контролем. Коммерческие же банки, не являющиеся совладельцами ЦБ и потому привлекающие от него средства лишь в виде займов, делают это, повторим, под довольно низкий процент, что также сдерживает инфляцию.



Таким образом, противоречивость ситуации заключается в том, что, по сути, посредством рефинансирования инфляция провоцируется, но практически она сдерживается. Однако долго существовать такая противоречивость не может. И дело тут даже не в том, что государство уже почти во всех экономически развитых странах превысило предел своего долга за 100% от величины национального валового продукта, а в том, что денежные средства в современных условиях не могут представлять одни только производственные мощности ЦБ по печатанию дензнаков, а также активы этого банка, приобретенные на «эмиссионные средства». В действительности денежные средства, составляющие *количественную определенность денег*, представляют в современных условиях не активы (и пассивы) ЦБ, а вещественное содержание рынка во всем многообразии его форм – *качественную определенность денег* [6, с. 39]. И в таких условиях рефинансирование является просто рудиментарным инструментом регулирующей деятельности ЦБ. Данный инструмент находится в противоречии с сутью денег и содержанием современной денежной системы, т.е. его существование не обосновано и потому этот инструмент должен быть реформирован, а точнее сказать, упразднен.

### Альтернатива рефинансированию

ЦБ должен вводить в обращение произведенные им наличные денежные средства не на кредитной, а на эквивалентной основе, т.е. посредством простой конвертации безналичных денежных средств банков на наличные средства. Конечно, при этом ЦБ должен возмещать свои издержки по производству дензнаков, но он в современных условиях уже не должен иметь «сеньоража». Более того, он не должен осуществлять так называемое антициклическое регулирование рыночной конъюнктуры. Рынок как всякий организм развивается по внешней видимости, конечно, циклически. Однако за

этой внешней видимостью скрывается противоположная суть рынка как *капиталистического* организма, постоянно устремленного к собственному возрастанию.

Непрерывное возрастание рынка происходит в результате создания национального валового дохода. Вследствие этого рынок развивается не по замкнутому кругу, а по постоянно раскручивающейся спирали, которая в кратковременном промежутке времени выглядит как линия, обращенная вверх и вперед. Соответственно в каждом данном кратковременном интервале времени рынок имеет, по сути, линейную траекторию развития, которая скрывается циклической траекторией его развития. И задача ЦБ состоит не столько в том, чтобы бороться с внешним проявлением рыночной конъюнктуры, сколько в том, чтобы обеспечивать равновесное развитие рынка прежде всего в сфере денежного обращения посредством поддержания органически сложившегося соотношения между удельным весом наличных и безналичных денежных средств. И если в результате создания национального валового дохода увеличивается удельный вес безналичных средств, то ЦБ посредством эквивалентного обмена произведенных им наличных средств на безналичные средства банков, обслуживающих физических и юридических лиц, должен поддерживать названную органически сложившуюся пропорцию.

Итак, рефинансирование есть инструмент ЦБ, возникший в рамках золотостандартной денежной системы. И с переходом к принципиально новому типу денежной системы должны были измениться инструменты регулирующей деятельности ЦБ. Между тем они остались безо всякого изменения и потому находятся в противоречии с сутью денег в рамках современной денежной системы. Это противоречие необходимо снять, в частности, в отношении рефинансирования. Данный инструмент следует реформировать.

### Литература

1. Деньги, кредит, банки. Денежный и кредитный рынки: учебник и практикум для прикладного бакалавриата / под общей ред. М.А. Абрамовой, Л.С. Александровой. М.: Юрайт, 2015. С. 169–186.
2. Деньги, кредит, банки: учебник. 2-е изд., перераб. и доп. / под ред. В.В. Иванова, Б.И. Соколова. М.: ТК Велби; Проспект, 2008. С. 666–701.
3. Деньги, кредит, банки: учебник / под ред. Е.А. Звоновой. М.: ИНФРА-М, 2012. С. 340–361.



4. Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики. Теория и практика: учебник / под ред. М.А. Абрамовой, Л.И. Гончаренко, Е.В. Маркиной. М.: Юрайт, 2014. С. 322–345.
5. Макконнелл К.Л., Брю С.Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: пер. с англ. 11-го изд. Т. 1. М.: Республика, 1995. 400 с.
6. Кропин Ю.А. Деньги. Кредит. Банки: учебник и практикум для академического бакалавриата. М.: Юрайт, 2016.
7. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Эксмо, 2007. С. 304.
8. Кропин Ю.А. Деньги. М.: ВГНА Минфина России, 2009. С. 18.
9. Роджер Лерой Миллер, Дэвид Д. Ван-Хуз. Современные деньги и банковское дело: пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000. С. 29.
10. Фридмен Мильтон. Если бы деньги заговорили...: пер. с англ. 2-е изд. М.: Дело, 2002. С. 25.

### References

1. Den'gi, kredit, banki. Money, credit, banks. Monetary and credit markets: a tutorial and workshop for undergraduate applied [Denezhnyy i kreditnyy rynki: uchebnik i praktikum dlya prikladnogo bakalavriata] / pod obshchey red. M.A. Abramovoy, L.S. Aleksandrovoy. Moscow, Izdatel'stvo Yurayt, 2015. P. 169–186.
2. Money, credit, banks: the textbook. [Den'gi, kredit, banki: uchebnik]. 2-e izd., pererab. i dop. / pod red. V.V. Ivanova, B.I. Sokolova. Moscow, TK Velbi, Izd-vo Prospekt, 2008. P. 666–701.
3. Money, credit, banks: the textbook. [Den'gi, kredit, banki: uchebnik] / pod red. E.A. Zvonovoy. Moscow, INFRA-M, 2012. P. 340–361.
4. Financial and monetary methods of economic regulation. Theory and practice: the textbook. [Finansovye i denezhno-kreditnye metody regulirovaniya ekonomiki. Teoriya i praktika: uchebnik] / pod red. M.A. Abramovoy, L.I. Goncharenko, E.V. Markinoy. Moscow, Yurayt, 2014. P. 322–345.
5. Makkonnell K.L., Bryu S.L. Economics: Principles, problems and policies. [Ekonomiks: Printsipy, problemy i politika]. V 2 t.: Per. s angl. 11-go izd. T. 1 Moscow, Respublika, 1995. 400 p.
6. Kropin Yu.A. Den'gi. Credit. Banks: tutorial and workshop for undergraduate academic. [Kredit. Banki: uchebnik i praktikum dlya akademicheskogo bakalavriata]. Moscow, Izdatel'stvo Yurayt. 2016.
7. Smit A. An inquiry into the nature and causes of the wealth of Nations. [Issledovanie o prirode i prichinakh bogatstva narodov]. Moscow, Eksmo, 2007. P. 304.
8. Kropin Yu.A. Money. [Den'gi]. Moscow, VGNA Minfina Rossii, 2009. P. 18.
9. Rodzher Leroy Miller, Devid D. Van-Khuz. Modern money and Banking. [Sovremennye den'gi i bankovskoe delo: Per. s angl.]. Moscow, INFRA-M, 2000. P. 29.
10. Fridmen Mil'ton. If the money talking... [Esli by den'gi zagovorili... / per. s angl.], 2-e izd. Moscow, Delo, 2002. P. 25.