

**Скуратова А. В.**

*аспирант,  
Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова  
e-mail: denik\_2@inbox.ru*

## **Влияние ставки рефинансирования ЕЦБ на банковское кредитование и экономический рост в Еврозоне**

*В статье проанализирована зависимость между ставкой рефинансирования ЕЦБ и кредитными ставками в Еврозоне, выявлены факторы, оказывающие воздействие на эффективность проводимой ЕЦБ политики, а также определена роль денежно-кредитной политики как составной части государственной экономической политики.*

**Ключевые слова:** *денежно-кредитная политика, ценовая стабильность, ставка рефинансирования, кредитные ставки, экономический рост, ЕЦБ.*

**Skuratova A. V.**

*postgraduate student of «Banking» Department,  
Plekhanov Russian University of Economics  
e-mail: denik\_2@inbox.ru*

## **ECB refinancing rate influence on bank crediting and economic growth in Eurozone**

*In the article the dependence of credit rates in Eurozone against ECB refinancing rate is analyzed, the factors that influence on ECB policy effectiveness are revealed and the monetary policy role as a component part of state economic policy is determined.*

**Keywords:** *monetary policy, price stability, refinancing rate, credit rates, economic growth, ECB.*

Европейский Центральный Банк (ЕЦБ) осуществляет деятельность по поддержанию ценовой стабильности в странах Еврозоны с 1999 года (табл. 1), при этом основным индикатором, отражающим направленность денежно-кредитной политики ЕЦБ, является ставка рефинансирования. В этой связи важной является оценка влияния данной ставки на банковское кредитование и экономический рост в Еврозоне.

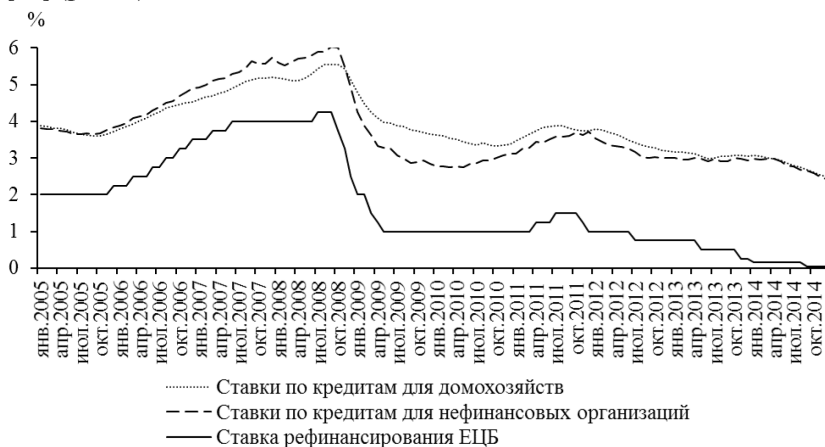
Таблица 1

**Динамика вхождения стран в Евросоюз и Еврозону с 1957 г. по 2014 г.**

Страна	Год вхождения в Европейский союз/ Европейский экономический союз	Год вхождения в Еврозону
Бельгия Германия Италия Люксембург Нидерланды Франция	1957	1999
Ирландия	1973	1999
Великобритания Дания	1973	не приняли обязательства по вхождению в Еврозону и введению евро
Греция	1981	2001
Испания Португалия	1986	1999
Австрия Финляндия	1995	1999
Швеция		не входит в Еврозону
Словения		2007
Кипр Мальта		2008
Словакия	2004	2009
Эстония		2011
Латвия		2014
Литва		2015
Венгрия Польша Чехия	2004	не входят в Еврозону
Болгария Румыния	2007	
Хорватия	2013	
Примечание: Европейский экономический союз являлся предшественником Европейского союза и просуществовал до 1993 г.		

Источник: составлено автором на основе [4, 5].

Влияние ставки рефинансирования ЕЦБ на банковское кредитование оценивалось на основе зависимости процентных ставок по кредитам для нефинансовых организаций и домохозяйств от ставки рефинансирования ЕЦБ. Анализ проводился на временном интервале с 2005 г. по 2014 г., охватывающем периоды роста экономики Еврозоны выше потенциального ВВП (2005–2007 гг.), спада экономики Еврозоны выше потенциального ВВП (2008 г.) и ниже потенциального ВВП (2009 г., 2012–2013 гг.), роста экономики Еврозоны ниже потенциального ВВП (2010–2011 г., 2014 г.) [14], где под потенциальным ВВП понимается максимальный объем товаров и услуг, который может быть произведен в экономике при полной загрузке мощностей [16] (рис. 1).



**Рис. 1. Динамика изменения ставки рефинансирования ЕЦБ и процентных ставок, отражающих совокупную стоимость заимствования для нефинансовых организаций и домохозяйств, в 2005–2014 гг., в %**

Источник: составлено автором на основе данных [2, 9].

Использованные в анализе процентные ставки по кредитам для нефинансовых организаций и домохозяйств имеют следующие характеристики:

1) являются процентными ставками, по которым кредитные институты и другие MFI<sup>1</sup>-резиденты зоны евро выдают кредиты нефинансовым организациям-резидентам и домохозяйствам-резидентам

<sup>1</sup> MFI (Monetary Financial Institutions) – монетарные финансовые институты включают в себя центральные банки, кредитные институты-резиденты и другие финансовые институты-резиденты, которые принимают депозиты, а также выдают кредиты и инвестируют в ценные бумаги. К ним относят также фонды денежного рынка [13].

зоны евро в евро, где к домохозяйствам также относят некоммерческие институты, обслуживающие домохозяйства, а к нефинансовым организациям — все организации за исключением страховых компаний, банков и других финансовых институтов;

2) являются процентными ставками по вновь заключённым договорам, то есть по всем договорам, финансовые контракты, сроки и условия которых определяют процентные ставки в первый раз или предусматривают их изменение. При этом автоматическая пролонгация кредитов не относится к вновь заключённым договорам [11]; использование процентных ставок по вновь заключённым кредитным договорам позволяет более точно оценить влияние ставки рефинансирования на банковское кредитование, так как данные процентные ставки очищены от процентных ставок по кредитам, установленных договорами в предыдущие периоды;

3) являются процентными ставками, отражающими совокупную стоимость заимствования для нефинансовых организаций и для домохозяйств, и рассчитываются ЕЦБ для оценки действенности трансмиссионного механизма, в частности для оценки степени и скорости влияния ставки рефинансирования на кредитные ставки для нефинансовых организаций и домохозяйств.

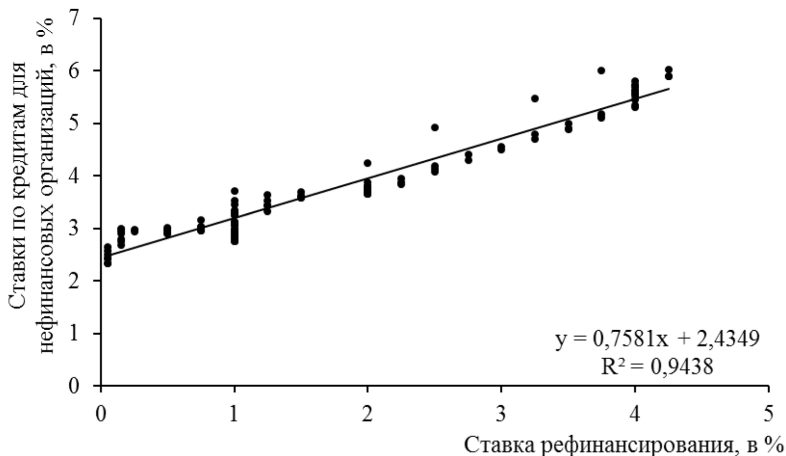
Обобщающий показатель стоимости заимствования для нефинансовых организаций включает в себя стоимость заимствования по кредитам «овердрафт», которые в некоторых странах Еврозоны являются основным источником краткосрочного финансирования.

Обобщающий показатель стоимости заимствования для домохозяйств рассчитан на основе ставок по кредитам на покупку жилья, так как, по мнению ЕЦБ, потребительские кредиты и кредиты на другие цели являются менее подходящими для макроэкономических оценок из-за более изменчивых процентных ставок [3, 11].

Необходимо отметить, что в 2005–2014 гг. в Еврозоне сохранялась структура заимствования с преобладающей долей кредитов на покупку жилья (в среднем 56,6% от вновь выданных кредитов). На потребительские кредиты и кредиты на другие нужды в среднем приходилось 18,9% и 24,5% соответственно. Преобладающая доля кредитов на покупку жилья позволяет использовать ставки по этим кредитам для расчета совокупной стоимости заимствования для домохозяйств [12].

Оценка зависимости ставок по кредитам от ставки рефинансирования, рассчитанная на основе коэффициента детерминации, показала весьма тесную взаимосвязь между объясняемыми переменными (ставки по кредитам для нефинансовых организаций, ставки по кредитам

для домохозяйств) и объясняющей переменной (ставка рефинансирования). Коэффициент детерминации, отражающий какую долю изменения ставок по кредитам определяет ставка рефинансирования ЕЦБ, составил 0,9438 для нефинансовых организаций и 0,8789 для домохозяйств. Рассчитанные параметры уравнений регрессий показывают, что при изменении ставки рефинансирования ЕЦБ на 1 п.п. ставки по кредитам для нефинансовых организаций в среднем изменялись на 0,76 п.п., а ставки по кредитам для домохозяйств – на 0,57 п.п. (рис. 2 и 3).



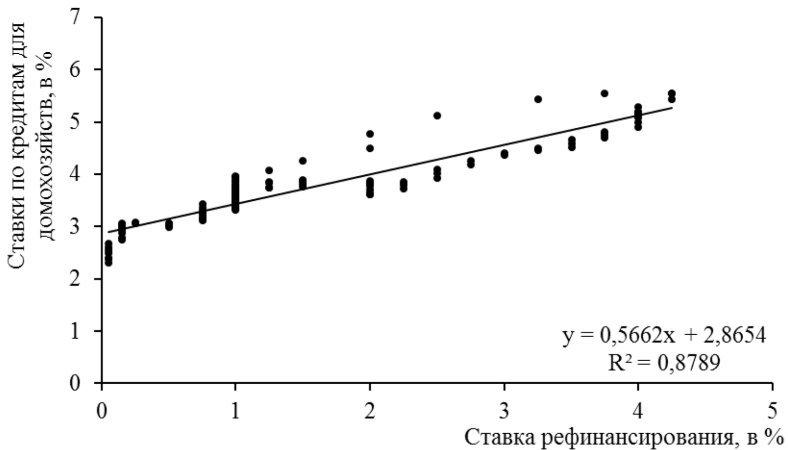
**Рис. 2. Зависимость ставок по кредитам для нефинансовых организаций от ставки рефинансирования ЕЦБ на основе данных за 2005–2014 гг.**

Источник: составлено автором на основе данных [2, 9].

В данном случае фактор «Ставка рефинансирования» может рассматриваться как один из составляющих фактора «Государственная экономическая политика», которая влияет на ставки по кредитам. Поэтому при интерпретации результатов оценки необходимо принять во внимание следующее:

1) высокий уровень коэффициента детерминации может быть объяснен не только влиянием ставки рефинансирования, но и влиянием других факторов, имеющих сходную со ставкой рефинансирования динамику изменения;

2) в отдельные периоды эффективность трансмиссионного механизма снижалась: с июня 2010 г. наблюдался рост ставок по кредитам для нефинансовых организаций, а с декабря 2010 г. наблюдался рост ставок по кредитам для домохозяйств при неизменной на уровне в 1% ставке рефинансирования, что также указывает на наличие других факторов, оказывающих влияние на ставки по кредитам;



**Рис. 3. Зависимость ставок по кредитам для домохозяйств от ставки рефинансирования ЕЦБ на основе данных за 2005–2014 гг.**

Источник: составлено автором на основе данных [2, 9].

3) оценка зависимости ставок по кредитам от ставки рефинансирования на основе уравнения линейной регрессии является приближительной, так как изменение уровня официальных процентных ставок действует на экономику с временными лагами, а влияние этого изменения может сохраняться в течение некоторого времени (например, в конце 2009 г. – начале 2010 г. при неизменной ставке рефинансирования ставки по кредитам продолжали сниженье).

С учетом перечисленных выше допущений можно признать основополагающую роль ставки рефинансирования ЕЦБ в формировании ставок по кредитам в Еврозоне, а также эффективность механизма передачи импульса изменения ставки рефинансирования ЕЦБ на кредитные ставки.

Исследование, проведенное ЕЦБ в августе 2013 г., как и проведенный выше анализ, показало снижение эффективности трансмиссионного механизма в 2011–2012 гг. Это было основано на том, что за снижением в октябре 2008 г. – мае 2009 г. ставки рефинансирования ЕЦБ на 325 п.п. последовала относительно быстрая и однонаправленная реакция обобщающих кредитных ставок по нефинансовым организациям в странах Еврозоны. Тогда как снижение официальных процентных ставок на 75 п.п. в ноябре 2011 г. – июле 2012 г. не привело к снижению обобщающей кредитной ставки для нефинансовых организаций во всех странах Еврозоны.

Данное исследование ЕЦБ показало, что причиной снижения эффективности трансмиссионного механизма стало воздействие факторов, оказывавших повышательное давление на кредитные ставки.

Во-первых, произошло повышение стоимости заимствования для коммерческих банков из-за роста доходности по государственным облигациям и необходимостью конкурирования за источники средств за счёт повышения ставок по выпускаемым облигациям. Рост доходности по государственным облигациям в 2010–2011 гг. в Еврозоне (в большей степени в Греции, Португалии, Ирландии, Италии и Испании [10]) был обусловлен тем, что ряд стран Еврозоны не смог обслуживать свой государственный долг, резко увеличившийся после мирового финансового кризиса 2007 г. Эта ситуация получила название европейского долгового кризиса.

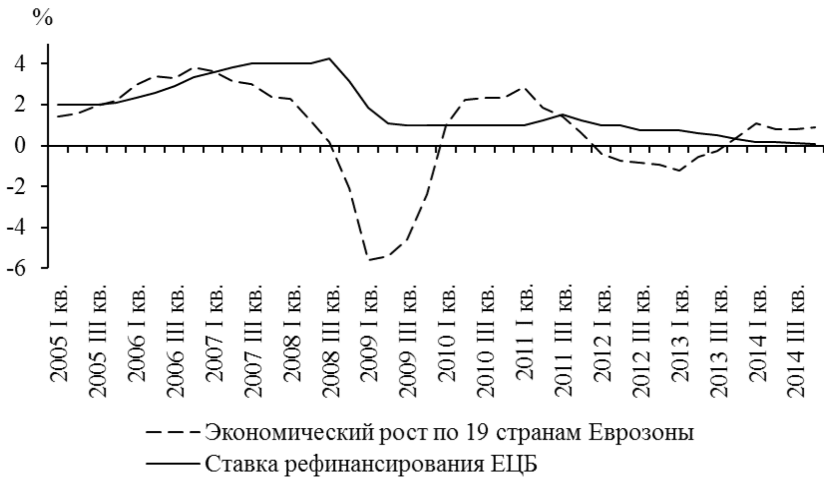
Во-вторых, обесценение портфелей ценных бумаг и потери по выданным ссудам совместно с ростом напряженности на долговых рынках снизило возможности коммерческих банков по выдаче кредитов.

В-третьих, снижение платежеспособности и финансовой устойчивости нефинансовых организаций, а также рост безработицы и связанное с этим снижение платежеспособности домохозяйств привели к росту кредитных рисков и необходимости их покрытия за счет кредитных ставок.

В-четвертых, более низкий уровень межбанковской конкуренции и недостаточно развитые в отдельных странах Еврозоны финансовые рынки оказали влияние на доступность рыночных источников финансирования и обусловили более высокий уровень кредитных ставок в этих странах [1].

Таким образом, результаты одних и тех же мер денежно-кредитной политики (например, в области процентной политики), проводимых в странах с различающейся экономической обстановкой и имеющих свои национальные особенности, различны: степень изменения кредитных ставок при изменении ставки рефинансирования отличается при разном уровне кредитного риска, межбанковской конкуренции и развитости финансового рынка. Поэтому использование опыта зарубежных стран при проведении национальной денежно-кредитной политики должно быть осторожным и включать в себя оценку различий между экономиками.

Несмотря на высокую зависимость между кредитными ставками и ставкой рефинансирования ЕЦБ зависимость между ставкой рефинансирования ЕЦБ и экономическим ростом наблюдается косвенная, что видно из рисунка 4. Это связано с тем, что уровень ставки рефи-



**Рис. 4. Ставка рефинансирования ЕЦБ и экономический рост в 19 странах Еврозоны в 2005–2014 гг., в %**

Источник: составлено автором на основе данных [6, 9].

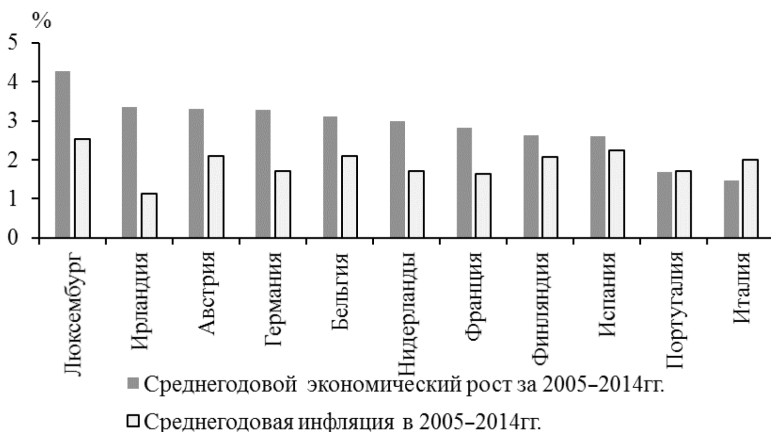
нансирования только отчасти зависит от уровня экономического роста, так как основной целью денежно-кредитной политики ЕЦБ является не стимулирование экономического роста, а поддержание ценовой стабильности. Также изменение официальных процентных ставок воздействует на экономику с временными лагами, что затрудняет оценку влияния ставки рефинансирования на экономический рост.

Обратное утверждение о том, что уровень экономического роста только отчасти зависит от мер денежно-кредитной политики и в частности от уровня ставки рефинансирования, также верно. Данный вывод можно сделать, проанализировав среднегодовой уровень роста инфляции и валового внутреннего продукта по паритету покупательной способности (ВВП по ППС) за период 2005–2014 гг. в 11 странах, вошедших в Еврозону в 1999 г. (табл. 1).

В течение рассматриваемого периода денежно-кредитную политику ЕЦБ можно признать эффективной: уровень инфляции около 2% в рассматриваемых странах и 1,9% в целом по Еврозоне [8] соответствует целевому уровню инфляции, а проведенный выше анализ влияния ставки рефинансирования на кредитные отношения показывает высокую роль ставки рефинансирования ЕЦБ, как инструмента, определяющего направленность денежно-кредитной политики, в формировании кредитных ставок.



При этом денежно-кредитная политика распространялась на 11 рассматриваемых стран в течение одного и того же периода времени с 1999 г. по 2014 г., однако уровень среднегодового роста ВВП по ППС в этих странах Еврозоны в 2005–2014 гг. был различным (рис. 5). Наименьший уровень среднегодового роста ВВП по ППС характерен для стран, где рост доходности по государственным облигациям в 2010–2011 гг. был наиболее сильным и продолжительным (Испания, Португалия, Италия), то есть способность обслуживания государственного долга, зависящая от экономической политики национального Правительства, была наименьшей.



**Рис. 5. Среднегодовой уровень роста инфляции и ВВП по ППС в странах, вошедших в Еврозону в 1999 г., за период с 2005 г. по 2014 г., в %**  
 Источник: составлено автором на основе данных [7, 8].

Следовательно, уровень экономического развития связан не только с эффективностью денежно-кредитной политики, но и с эффективностью экономической политики, проводимой Правительством. В Еврозоне на уровень экономического развития также оказывают влияние национальные центральные банки, которые хотя и являются частью Евросистемы<sup>2</sup> и действуют в соответствии с рекомендациями и инструкциями ЕЦБ, могут выполнять не только функции, закреплённые в Законе о Европейском Центральном Банке и Европейской Системе Центральных Банков<sup>3</sup>, но и другие дополнительные функции [15].

<sup>2</sup> Евросистема включает в себя ЕЦБ и национальные центральные банки стран, которые ввели евро.

<sup>3</sup> Европейская Система Центральных Банков включает в себя ЕЦБ и национальные центральные банки стран, которые входят в Европейский союз, вне зависимости от того ввели они евро или нет.

Таким образом, эффективная денежно-кредитная политика является необходимым, но не достаточным условием для экономического роста.

На основе вышеизложенного, можно сделать следующие выводы:

1. Ставка рефинансирования ЕЦБ играет определяющую роль в формировании кредитных ставок в Еврозоне, тем не менее степень ее влияния на кредитные ставки в разных странах отличается в зависимости от уровня кредитного риска, межбанковской конкуренции и развитости финансового рынка в них. То есть экономическая обстановка, только отчасти зависящая от деятельности центральных банков, непосредственно влияет на результативность их действий.

2. Ставка рефинансирования ЕЦБ и экономический рост взаимосвязаны косвенно: на экономический рост помимо уровня ставки рефинансирования и денежно-кредитной политики центрального банка в целом влияет и экономическая политика Правительства.

#### **Используемые источники**

1. Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation // ECB Monthly Bulletin, 2013, August. URL: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201308enpp75-91en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201308enpp75-91en.pdf) (дата обращения: 07.06.2015).
2. Cost-of-borrowing indicators // European Central Bank – Statistical Data Warehouse. URL: [http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?BS\\_COUNT\\_SECTOR=&REF\\_AREA=308&node=9613587&DATASET=1&DATASET=2&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2C.AM.R.A.225.0.EUR.N&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2I.AM.R.A.2240.EUR.N](http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?BS_COUNT_SECTOR=&REF_AREA=308&node=9613587&DATASET=1&DATASET=2&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2C.AM.R.A.225.0.EUR.N&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2I.AM.R.A.2240.EUR.N) (дата обращения: 07.06.2015).
3. Cost of borrowing indicators: methodological note // European Central Bank, 2013. URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/MIR-Costofborrowingindicators-methodologicalnote.pdf?8728f90f2d44cb441a687bfb1b29a0eb> (дата обращения: 07.06.2015).
4. Euro area 1999 – 2014 // European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/map.en.html> (дата обращения: 07.06.2015).
5. European Union // European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/ec/html/index.en.html> (дата обращения: 07.06.2015).
6. Gross domestic product at market prices – Euro area 19 (fixed composition) – Chain linked volume (rebased), Growth rate, over 1 year, Calendar and

- seasonally adjusted data // European Central Bank - Statistical Data Warehouse. URL: [http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=9484571&REF\\_AREA=1526&FREQ=Q&SERIES\\_KEY=320.MNA.Q.Y.18.W2.S1.S1.B.B1GQ.\\_Z.\\_Z.\\_Z.EUR.LR.GY&DATASET=1&periodSortOrder=ASC](http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=9484571&REF_AREA=1526&FREQ=Q&SERIES_KEY=320.MNA.Q.Y.18.W2.S1.S1.B.B1GQ._Z._Z._Z.EUR.LR.GY&DATASET=1&periodSortOrder=ASC) (дата обращения: 10.05.2015).
7. Gross domestic product based on purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDP // World Economic Outlook Database, October 2014. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx> (дата обращения: 10.05.2015).
  8. HICP (2005 = 100) – annual data (average index and rate of change) (prc\_hicp\_aind) // Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (дата обращения: 10.05.2015).
  9. Key ECB interest rates // European Central Bank. URL: <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (дата обращения: 07.06.2015).
  10. Long-term interest rate statistics for EU Member States // European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> (дата обращения: 07.06.2015).
  11. MFI interest rate statistics: general description // European Central Bank. URL: [https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/mir\\_general\\_description.pdf?4794d85067c8a0b301eaf195884813d5](https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/mir_general_description.pdf?4794d85067c8a0b301eaf195884813d5) (дата обращения: 07.06.2015).
  12. MFI Interest Rate Statistics, Households and non-profit institutions serving households, Business volume // European Central Bank – Statistical Data Warehouse. URL: [http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?BS\\_COUNT\\_SECTOR=2250&DATASET=0&REF\\_AREA=308&node=9484373&MATURITY\\_NOT\\_IRATE=A&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.BA2BABA.2250.EUR.N&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2C.A.B.A.2250.EUR.N&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2D.A.B.A.2250.EUR.N](http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?BS_COUNT_SECTOR=2250&DATASET=0&REF_AREA=308&node=9484373&MATURITY_NOT_IRATE=A&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.BA2BABA.2250.EUR.N&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2C.A.B.A.2250.EUR.N&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2D.A.B.A.2250.EUR.N) (дата обращения: 10.05.2015).
  13. Monetary financial institutions // European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/general/html/index.en.html> (дата обращения: 07.06.2015).
  14. Output gap (Percent of potential GDP) for Euro area // World Economic Outlook Database, October 2014. URL: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/weorept.aspx?sy=2005&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=163&s=NGAP\\_NPGDP&grp=1&a=1&pr1.x=24&pr1.y=8](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/weorept.aspx?sy=2005&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=163&s=NGAP_NPGDP&grp=1&a=1&pr1.x=24&pr1.y=8) (дата обращения: 13.06.2015).

15. Protocol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank // Official Journal of the European Union, 2012, C 326/230. URL: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026en\\_protocol\\_4.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_4.pdf) (дата обращения: 07.06.2015).
16. What Is the Output Gap? // IMF. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/09/basics.htm> (дата обращения: 07.06.2015).