



## ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, факс: 8-499-129-09-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

---

### О необходимых мерах финансовой поддержки предприятий

*Артем Дешко, ведущий эксперт ЦМАКП*

*Илья Медведев, лаборант-исследователь ЦМАКП*

*Олег Солнцев, заместитель генерального директора ЦМАКП*

Введённые в условиях пандемии ограничения оказывают всеобъемлющее негативное воздействие на хозяйственную деятельность субъектов экономики, а также обеспечивающий её финансовый оборот. Они продуцируют возникновение не локальных стрессов, а последовательно разворачивающихся во времени и связанных друг с другом шоков. Помимо реализовавшихся шоков операционно-производственного характера (сжатие спроса, сбой в производственных цепочках и логистике) риску сбой подвержена вся система финансового оборота.

Недопущение реализации этого риска требует действий по поддержке каждого связанного друг с другом участка финансового оборота. В противном случае последствия слома этой системы будут уже необратимы - как для отдельных предприятий и отраслей, так и для экономики в целом.

Кризис финансового оборота может разворачиваться следующим образом: 1) возникающий сбой в обороте товаров и услуг вследствие задержки оплаты препятствует быстрому запуску нового производственного цикла; 2) ограниченный доступ к источникам финансирования оборотного капитала тормозит производство; 3) падение объема производства сужает доходы или формирует убытки, а следовательно, стимулирует снижение занятости и урезание инвестиционных программ; 4) убытки «съедают» капитал компаний, а кредитная нагрузка и падение капитализации заставляют предприятия избавляться от активов. В конечном итоге без комплексной поддержки предприятия либо окажутся банкротами или, в лучшем случае, за небольшую цену будут проданы другим субъектам.

В соответствии со стадиями развертывания кризиса мы рассматриваем адекватные им направления (каналы) антикризисной политики монетарных властей. При этом мы учитываем опыт других стран в реализации подобных мер.

*Первый канал – поддержка оборота товаров и услуг.* Угроза для устойчивости этого оборота возникает уже в первые недели кризиса. Она существует сейчас, и дополнительно может актуализироваться в процессе выхода из карантина (из-за эффекта несинхронности выхода). Для недопущения срывов действующих контрактов на поставку производимой или готовой продукции в случае технической задержки оплаты произведенных товаров или услуг или в случае возникновения форс-мажора на стороне покупателя предприятиям нужно обеспечить свободный доступ к ликвидности для устранения возникающих в условиях стресса «дыр» в финансах.

Банк России может рассмотреть возможность рефинансирования новых кредитов, выданных факторинговыми компаниями в течение последующих 3-6 месяцев, или покрытия за счет бюджетных гарантий части кредитного риска по портфелю новых ссуд. Также Банк России может рассмотреть возможность приобретения краткосрочных (до года) коммерческих облигаций предприятий, относящихся к системообразующим, и/или включить их в ломбардный список по операциям рефинансирования коммерческих банков.

В качестве примера решения проблемы за рубежом ФРС запустил программу по покупке необеспеченных коммерческих бумаг нефинансовых предприятий объемом 10 млрд долл. В свою очередь ЕЦБ включил коммерческие корпоративные векселя надлежащего качества (BBB- и выше) и сроком погашения минимум 28 дней в программу выкупа активов.

*Второй канал – поддержка запуска производственного цикла предприятий.* Угроза нехватки оборотного капитала для авансирования производства новой продукции может возникнуть у многих предприятий в течение одного-двух месяцев с начала кризиса. Для недопущения срыва производственного цикла необходимо обеспечить предприятиям доступ к кредитам и кредитным линиям банков на пополнение оборотных средств.

В настоящий момент государство реализует программу по субсидированию ставки и предоставлению частичных гарантий по кредитам на пополнение оборотных средств, выданных системообразующим предприятиям.

Поскольку в условиях возможных «набегов вкладчиков» банки вынуждены повышенное внимание уделять рискам ликвидности, Банку России в целях дополнительного стимулирования выдачи таких кредитов предлагается рассмотреть возможность использования их в качестве залога по своим инструментам рефинансирования.

Банком России запущен механизм однолетнего рефинансирования банков, кредитующих субъекты МСП, с совокупным лимитом 500 млрд руб., из которых 150 млрд

руб. предусмотрены на кредит под выплату зарплаты. В части этих целевых кредитов Банку России предлагается установить нулевой процент при рефинансировании в течение всего срока кредита и предусмотреть возможность полного выкупа пулов таких стандартизованных кредитов с баланса банков. Другой возможный вариант – опция выкупа пулов таких кредитов, гарантированных Внешэкономбанком (ВЭБ), на баланс Группы ВЭБ или координируемых с нею институтов развития (Корпорация МСП) с последующим удлинением срока отсрочки по выплатам до нескольких лет.

Например, ФРС реализует программу объемом 600 млрд долл. по совместному с банками кредитованию предприятий (с числом занятых, не превышающим 10 тыс. чел. и годовым доходом не более 2.5 млрд долл.) на срок 4 года. Также ФРС в целях стимулирования кредитной активности банков удлинил срок по операциям рефинансирования через «дисконтное окно» (инструмент предоставления ликвидности банкам при напряженной ситуации на рынке МБК) с 1 дня до 90 дней и снизил ставку по ним с 1.75 до 0.25% годовых. ЕЦБ реализует программу таргетируемого долгосрочного (3-4 года) кредитования банков объемом 3 трлн евро – объем выдаваемых кредитов привязан к динамике банковского портфеля кредитов субъектам МСП.

*Третий канал – поддержка оборота доходов предприятий.* Внезапные убытки и сжатие собственного капитала предприятий будут вынуждать их к урезанию инвестиционных программ и сокращению штатов, что, в свою очередь, нанесет удар по внутреннему конечному спросу и приведет к вторичным убыткам компаний. Этот риск может реализоваться в течение квартала с момента начала кризиса.

Мерой, позволяющей его минимизировать, являются бюджетные субсидии на условиях сохранения статус-кво по занятости, фонду заработной платы и структуре его распределения. В России принято решение о субсидировании выплаты заработной платы сотрудникам субъектов МСП, исходя из суммы МРОТ, с учетом требования сохранения занятости на уровне не менее 90% от штатной численности на 1 апреля.

Дополнительно предлагается рассмотреть возможность для предприятий пострадавших отраслей, которые столкнулись с заметным падением выручки (относительно средних значений за несколько предшествующих лет) или получением убытков, субсидировать часть их фиксированных расходов, в частности арендную плату, оплату коммунальных платежей, затрат на обслуживание оборудования и др.

Так, например, в Норвегии предприятия, доходы которых снизились более чем на 30%, могут претендовать на частичную компенсацию посредством государственных субсидий. В

США реализуется программа через Управление по делам малого бизнеса (SBA) по выдаче целевых кредитов компаниям со штатом до 500 человек (на оплату аренды, коммунальных услуг, выплату заработной платы). В случае, если компания, привлечшая такой кредит, сохранит уровень занятости с начала марта до конца июня, то тело и проценты по кредиту будут списаны.

*Четвертый канал – поддержка стоимости активов предприятий.* Поддержка требуется для недопущения спиралевидного разворачивания кризиса, когда сложность в привлечении долговых средств обусловит необходимость спешной продажи компаниями активов. Падение стоимости активов обусловит уменьшение стоимости залогов у более широкого круга компаний, что, в свою очередь, потребует срочного погашения текущих долговых обязательств и спровоцирует их на новый «сброс» активов. Последствия реализации этого риска от момента начала «горячих» распродаж активов до массовых банкротств могут проявиться в течение полугода.

Предотвращение катастрофического и фундаментально необоснованного падения стоимости активов, во-первых, позволит не допустить массовых банкротств предприятий вследствие срабатывания кредитных ковенант, наступления margin call, невыполнения публичных оферт по досрочному погашению облигаций, затруднений с рефинансированием текущего долга. Во-вторых, избавит предприятия от необходимости спешной продажи активов с неоправданными транзакционными издержками. В-третьих, такие действия усилят защиту от сделок по недружественной покупке российских компаний зарубежными или внутренними конкурентами. Тем самым они будут препятствовать нежелательному ослаблению конкуренции.

С учетом опыта ФРС, ЕЦБ, Банка Англии и других центральных банков ведущих стран, Банку России целесообразно рассмотреть возможность управления кривой безрисковой доходности, определяющей стоимость заимствований для корпоративного сектора – посредством прямых операций на вторичном рынке гособлигаций (ОФЗ).

Во избежание ситуации необоснованного шокового падения рыночных стоимостей компаний может потребоваться поддержка цен акций и облигаций системообразующих предприятий путем участия ВЭБ в организованных торгах при возможном фондировании этих операций за счет депозита Банка России в ВЭБ (модификация механизма поддержки фондового рынка, применявшегося в период кризиса 2008-2009 гг.). Также может оказаться целесообразным предоставление при посредстве ВЭБ кредитов системообразующим

предприятиям - для рефинансирования их долгов, привлеченных под залог собственных акций.

Например, ФРС запустила программы по прямому кредитованию высокорейтинговых компаний и выкупу новых эмиссий их обязательств, а также по покупке обращающихся на вторичном рынке корпоративных облигаций общим объемом в 750 млрд долл. ЕЦБ запустил новую программу выкупа активов (действует до конца 2020 г.) объемом 750 млрд евро, которая предполагает существенную свободу действий ЕЦБ относительно момента совершения операций и их объема по отдельным инструментам.

Также целесообразно рассмотреть возможность создания специального института или программы для стимулирования выкупа с балансов банков временно неликвидных и недооцененных, но достаточно качественных активов, разрушение которых может привести к негативным общеэкономическим последствиям (например, кредитов компаниям, оперирующим в сфере инфраструктуры и жилищного строительства, объектов залога по этим кредитам).

Меры, реализуемые монетарными властями различных стран для противодействия разрушению финансового оборота предприятий

Противодействие рискам	Монетарные власти США (ФРС и др.)	Монетарные власти зоны евро (ЕЦБ и др.)	Монетарные власти Великобритании (Банк Англии и др.)	Монетарные власти России (Банк России и др.)	Предложения по расширению участия монетарных властей России
Кассовые разрывы при расчетах между покупателями и продавцами	Запуск программы по покупке ФРС необеспеченных коммерческих бумаг нефинансовых организаций объемом 10 млрд долл.	Включение ЕЦБ в программу выкупа активов коммерческих корпоративных векселей надлежащего качества (BBB- и выше) со сроком до погашения минимум 28 дней	Банком Англии совместно с Казначейством запущена программа по покупке коммерческих бумаг крупных предприятий	–	1) рефинансирование ЦБ РФ новых кредитов, выданных факторинговыми компаниями в течение последующих 3-6 месяцев, или покрытия за счет бюджетных гарантий части кредитного риска по портфелю новых ссуд.  2) приобретение на вторичном рынке краткосрочных (до года) коммерческих облигаций предприятий, относящихся к системообразующим, и/или включение их в ломбардный список по операциям рефинансирования коммерческих банков
Имобилизация оборотного капитала (из-за простоев)	Удлинение срока кредитования банков через «дисконтное окно» с 1 дня до 90 дней и снижение ставки по таким кредитам с 1.75 до 0.25% годовых  Запуск программы объемом 600 млрд	Увеличен на 1 трлн евро бюджет программы по таргетируемому долгосрочному (3-4 года) кредитованию банков (объем выдаваемых кредитов привязан к динамике банковского портфеля кредитов субъектам	Предоставление банкам долгосрочных (4 года) кредитов по низкой ставке в размере минимум 10% от объема корпоративного портфеля. Дополнительное привлечение средств возможно при условии продолжения	Запущен механизм по однолетнему рефинансированию банков, кредитующих субъекты МСП, с совокупным лимитом 500 млрд руб., из которых 150 млрд руб. – рефинансирование	1) рефинансирование в ЦБ РФ льготных кредитов, выданных на пополнение оборотных средств системообразующих предприятий 2) увеличить срок операций рефинансирования – до 2 лет. 2) установить нулевую ставку процента по целевым кредитам ЦБ РФ (на выплату заработной платы МСП) и

	долл. по совместному кредитованию на срок 3 года предприятий с числом занятых, не более 10 тыс. чел., и годовым доходом не более 2.5 млрд долл.	МСП)	кредитования предприятий, в том числе субъектов МСП	кредитов на выплату заработной платы  <b>Правительство:</b> субсидирование ставки и частичные гарантии по кредитам на пополнение оборотных средств системообразующих предприятий	предусмотреть вариант полного выкупа таких кредитов с баланса банков (на баланс Корпорации МСП) с последующим одновременным удлинением срока отсрочки по выплатам
Сжатие оборота доходов, ведущее к урезанию инвестиционных программ и занятости (реализуется во основном за счет расширенного бюджета)	Управление по делам малого бизнеса (SBA) реализует программу по выдаче целевых кредитов компаниям со штатом до 500 человек (на оплату аренды, коммунальных услуг, выплату заработную плату). В случае если компания, привлекающая такой кредит сохранит уровень занятости с начала марта до конца июня, то тело и проценты по кредиту будут списаны	Германия (в зависимости от федеральной земли): прямые выплаты предприятиям, выручка которых снизилась на 50% или которые оказались на грани банкротств: от €25 000 до €60 000 на 1 предприятие с численность до 250 сотрудников	Предоставление грантов предприятиям на выплату до 80% от заработной платы сотрудников подпадающих под сокращение (но не более 2500 фунтов в месяц)	Субсидирование выплат заработной платы сотрудникам субъектов МСП, исходя из суммы МРОТ, с учетом требования сохранения занятости на уровне не менее 90% от штатной численности на 1 апреля	<b>Правительству</b> предлагается субсидировать предприятия, которые столкнулись с заметным падением выручки (относительно средних значений за несколько предшествующих лет) или получением убытков – в части их фиксированных расходов (в т.ч. арендную плату, оплату коммунальных платежей, затрат на обслуживание оборудования)
Падение стоимости активов, ведущее к массовым	Комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) поручает ФРС проводить закупки	ЕЦБ осуществляет таргетирование кривой доходности по безрисковым	Увеличена программа покупки активов на 200 млрд фунтов до 645 млрд фунтов	–	1) управление Банком России кривой доходности по безрисковым инструментам, определяющей стоимость

<p>банкротствам компаний</p>	<p>казначейских ценных бумаг и ипотечных облигаций «в темпе, подходящем для обеспечения бесперебойного функционирования этих рынков»</p> <p>Запущена программа по прямому кредитованию высокорейтинговых компаний и выкупу новых эмиссий облигаций, а также по покупке обращающихся на вторичном рынке корпоративных облигаций общим объемом в 750 млрд долл.</p>	<p>инструментам с целью поддержания благоприятных условий фондирования реального сектора посредством программы покупки активов совокупным объемом около 1 трлн евро</p> <p>Запущена новая программа выкупа активов (PEPP, действует до конца 2020 г.) объемом 750 млрд евро, которая предполагает существенную свободу действий ЕЦБ относительно момента совершения операций и их объема по отдельным инструментам</p>			<p>займствования для корпоративного сектора путем прямых операций на вторичном рынке ОФЗ</p> <p>2) поддержка цен акций и облигаций системообразующих предприятий путем участия ВЭБ в организованных торгах при возможном фондировании этих операций за счет депозита ЦБ РФ в ВЭБ</p> <p>3) специальная программа или институт по выкупу с балансов банков временно неликвидных, но качественных активов, разрушение которых может привести к негативным общеэкономическим последствиям (например, в сфере инфраструктуры и жилищного строительства)</p>
------------------------------	---	--	--	--	---