

О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России

А. Г. Аганбегян,

академик РАН, заведующий кафедрой Российской академии

народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации

М. В. Ершов,

доктор экономических наук, старший вице-президент Росбанка; <http://www.ershovm.ru>

В последнее время развернулась дискуссия: должна ли банковская система во главе с Банком России ограничиться задачей поддержки устойчивости национальной валюты и снижением инфляции или необходимо расширить ее задачи, включив в них стимулирование социально-экономического развития и занятости населения.

В современных развитых экономиках центральный банк играет роль *кредитора последней инстанции* и первичного источника финансовых ресурсов. Одновременно на центральный банк возложены и более масштабные цели: помимо чисто финансовых задач – контроля за инфляцией и валютным курсом, – перед ним стоят задачи, приближающие его к реальной экономике, – по поддержанию экономического роста и занятости.

Например, **Федеральная резервная система (ФРС) США** среди своих главных задач обозначает эффективное обеспечение максимальной занятости; поддержание долгосрочного роста денежных агрегатов с учетом потенциала увеличения производства; обеспечение умеренных долгосрочных процентных ставок.

Банк Японии действует исключительно для выполнения задач, направленных на достижение государственных целей (среди которых, отметим, экономическое развитие всегда занимало важнейшее место); формирует курс национальной валюты; регулирует денежное обращение и обеспечение экономической конъюнктуры в стране, устанавливая процентную ставку; способствует стабильности цен; поддерживает стабильность финансовой системы.

Среди основных задач **Европейского центрального банка (ЕЦБ)** выделим: поддержание стабильности цен; поддержание в зоне евро общей экономической политики; способствование эффективному распределению ресурсов; способствование проведению координации в области занятости, усиление кон-

куренции в сфере промышленности стран – членов Экономического и валютного союза и др.

Комитет по денежно-кредитной политике **Банка Англии** обозначает, что *поддержание роста и занятости всегда было в числе первоочередных задач Комитета*. Кроме того, в числе основных задач Банка Англии – поддержание ценовой стабильности и укрепление финансовой системы.

Приоритетной задачей **Народного банка Китая** является также обеспечение темпов экономического роста.

Может быть, у России есть своя специфика, и банковская система может ограничиться только денежно-валютной и инфляционной функцией, как это происходит сегодня. Рассмотрим подробнее эти вопросы.

1. Способна ли банковская система во главе с Банком России справиться с инфляцией?

Инфляция, как известно, прежде всего зависит от объема денежных средств, вбрасываемых в экономику. Здесь Центральный банк во многом может регулировать объем и условия предоставления кредитных средств. На начало 2012 г., например, общий объем предоставленных кредитов в народном хозяйстве страны составил около 28 трлн руб., а в 2012 г. портфель банковских кредитов в целом возрос на 19%. Кроме кредитных средств, Центральный банк регулирует размер эмиссии денежной массы. За 2011 г., например, денежная масса возросла почти на 4,5 трлн руб. (показатель М2), за 2012 г. денежный агрегат М2 вырос на 12%. Центральный банк при покупке валюты в связи с наращиванием международных (золотовалютных) резервов также увеличивает объем денег в обращении. Этим, однако, объем рублевой массы, вбрасываемой в обращение, не ограничивается.

Огромные средства поступают в обращение с увеличением расходов консолидированного бюджета Российской Федерации. В 2011 г. эти расходы составили около 20 трлн руб., увеличившись за год примерно на 2,4 трлн руб. Центральный банк, как известно, не уча-

ствуется в составлении бюджета Российской Федерации, и здесь его влияние минимально.

Кроме количества денег в обращении, инфляция существенно зависит от объема товарной массы. Это количество товаров зависит от объема производства и экспортно-импортных операций, на которые Банк России, в отличие от Правительства, существенного воздействия тоже не оказывает. Причем масса, например, импортируемых товаров, покрывающих значительную часть товарооборота, противостоящего денежному обращению, подчас сильно меняется от года к году. В 2010 г. и в 2011 г., например, импорт ежегодно рос по 30–32%, что составляло более 3 трлн руб. в год. А в 2012 г. импорт товаров вырос только на 3,6%, что составило только 0,4 трлн рублей.

Как известно, в предкризисное десятилетие (1999–2008 гг.) Правительству и Центральному банку не удалось справиться с задачей перехода к низкой инфляции. Удалось только в 2006 г. преодолеть «бич» двухзначной инфляции, снизив ее в годовом исчислении до 9%. Однако удержать этот показатель в 2008 г., когда это было жизненно необходимо в связи с начавшимся кризисом, нам не удалось, и мы вошли в кризис с годовым индексом потребительских цен 14,1%, индексом цен производителей промышленных товаров – 21,7%, индексом цен производителей сельскохозяйственной продукции – 26,7%, сводным индексом цен строительной продукции – 19,4% и индексом тарифов на грузовые перевозки – 20,7%.

В кризисный 2009 г. инфляция продолжилась, годовой индекс потребительских цен вырос на 11,7%. Результат – темпы роста экономики России замедлились, появились элементы стагфляции, что усугубило кризис и сделало его преодоление более трудным.

Почему так произошло? В чем причина столь странной динамики? На наш взгляд, одной из главных причин такой высокой инфляции было сокращение производства потребительских товаров и импорта (в 2009 г. он сократился более чем в 1,5 раза) при одновременном существенном увеличении расходов консолидированного бюджета – они увеличились в 2008 г. на 23%, а в 2009 г. – на 15%. В результате количество денег в обращении существенно превысило потребность.

Кроме того, в России огромную роль в поддержании высокой инфляции играют государственные и олигархические монополии.

Наше государство, как известно, обычно начинает год с повышения цен на жилищно-коммунальные услуги, которые составляют около 11% в структуре расходов домашних хозяйств. Еще примерно 15% в этой структуре занимают расходы на транспорт, тарифы которого также повышаются транспортными организациями по согласованию с госорганами. При этом в кризисный 2009 г., наиболее трудный для населения, коммунальные услуги выросли больше всего: плата за жилье увеличилась на 14%, за водоснабжение – на 12%, за отопление – на 20%, за газ – на 23% и на электроэнергию – на 25%.

Ориентируясь на государство, другие государственные монополии также повышают свои цены. Речь идет о РЖД, АвтоВАЗе, Аэрофлоте и т. д. К тому же региональные органы и муниципалитеты и подчиненные им органы, оказывающие различные услуги населению, в одностороннем порядке систематически повышают цены за жилье, оплату электричества и тепла и т. д.

Только действиями государства и монополий можно объяснить значительное повышение потребительских цен в 2009 г. Поскольку другие факторы, обычно вызывающие инфляцию, в кризис должны были вызвать временную дефляцию, как это было в других странах, в том числе и в Китае.

В частности, в 2009 г. денежная масса М2, которая до этого ежегодно росла по 40 и более процентов в год, практически не увеличилась. Издержки производства снизились (промышленные цены на 4%, а сельскохозяйственные на 3%). Спрос на продукцию при этом резко упал. Все это должно было привести к резкому сокращению инфляции в России. А она осталась на предельно высоком годовом уровне – 11,7%. Что здесь мог сделать Банк России? Увы, от него мало что зависело. Действительно, формально объем золотовалютных резервов позволял и позволяет стерилизовать всю рублевую денежную массу (соотношение между объемом международных резервов и денежной базой составляет 1,9 раза). Однако оборотной стороной этого было бы усиление спада, удорожание кредитов и т. п. Аналогично, при необходимости можно установить и сколь угодно высокий уровень валютного курса рубля (поскольку известно, что более «дорогой» рубль имеет существенный антиинфляционный эффект). Однако и здесь присутствует оборотная сторона таких подходов, которая не позволяет их в полной мере применять, поскольку они сопряжены с существенным осложнением позиций российских экспортеров – главного источника доходной части нашего бюджета.

Таким образом, мы приходим к выводу, что снижение инфляции в России не может быть прерогативой действий только Банка России. Не в меньшей, а, возможно, в большей мере уровень инфляции зависит от государства и от антимонопольного законодательства.

За прошедшие 20 лет Центральному банку Российской Федерации ни в один из периодов его деятельности не удалось достигнуть нормальной инфляции в размере 1–2% или даже среднего уровня инфляции развивающихся стран в размере 3–5%.

Украина, Белоруссия и Россия находятся в числе стран, которым много лет не удается окончательно справиться с инфляцией. С 2000 г. до 2011 г. индекс потребительских цен в России вырос в 3,5 раза. В развитых странах – в 1,2–1,3 раза. На Украине цены выросли в 3,1 раза, а в Белоруссии – в 9,6 раза. В Азербайджане, Армении, Казахстане, Киргизии, Мордовии цены увеличились от 1,7, до 2,46; в постсоциалистических странах Центральной и Восточной Европы (кроме Румынии) – в 1,4–1,83 раза, в Китае – в 1,3 раза.

2. Есть ли у банковской системы рычаги и инструменты для ускорения социально-экономического развития страны?

Снижение инфляции, которая в значительной мере зависит от Банка России, позитивно влияет на социально-экономическое развитие страны. Более дешевые деньги и более низкие цены, безусловно, являются мощным стимулом дополнительного социально-экономического роста. Вместе с тем уровень инфляции и стабильность национальной валюты не определяют всех условий и факторов экономического и социального роста.

Речь идет, прежде всего, о регулировании процентных ставок и механизме рефинансирования. Они дают возможность центральному банку серьезно влиять не только на кредитный и финансовый рынки, но и на всю экономику страны (как это происходит в ведущих странах).

По словам нового главы Банка России Э. Набиуллиной (с чем мы полностью согласны), «от снижения инфляции доступность кредитов автоматически не происходит – нам нужно развивать систему рефинансирования коммерческих банков для того, чтобы они получали доступ к ликвидности»¹.

До кризиса 2008–2009 гг. Банк России не проводил систематического кредитования коммерческих банков и, можно сказать, ограниченно выполнял функции кредитора последней инстанции. Поэтому и его ставка рефинансирования была больше декларативной и особой роли в экономике страны не играла. В кризис и послекризисные годы операции Банка России резко активизировались.

Теперь предстоит сделать новый шаг, превратив его ставку рефинансирования в реальную ставку, по которой коммерческие банки могут заимствовать у Банка России средства. Тем самым ставка рефинансирования вместе с другими инструментами Центрального банка будет в основном определять «стоимость» денег, уровень процентных ставок за кредиты организациям и физлицам.

При таком подходе было бы невозможным поднять в 1,5 раза процентные ставки за кредит в кризис (с 10,03 в предкризисном 2007 г. до 15,31% в кризисном 2009 г.)², что резко ухудшило положение реального сектора в кризис. И это – на фоне снижения процентных ставок за кредит во всех других странах благодаря минимизации ставки рефинансирования центральных банков этих стран. В Великобритании, например, в 2007 г. процентная ставка за кредит составляла 5,52%, в 2008 г. – 4,63, в 2009 г. – 0,63. В США ставки понизились с 8,05 в 2007 г. до 5,09 в 2008 г. и до 3,25% в 2009 году.

Высокая процентная ставка фактически является запретительной для инвестиционных кредитов, которые при подобной ставке максимум можно взять года

на три. Особенно ярко это видно по ипотеке, которая в России в десятки раз менее распространена (доля ипотечного кредита к ВВП), чем в развитых странах. Поскольку Банк России не отвечает за социально-экономическое развитие страны, он фактически недостаточно регулирует уровень процентных ставок и не подсчитывает убыток народного хозяйства при чрезмерно повышенных ставках, как это имело место в послекризисный период, когда банки, благодаря высоким ставкам в послекризисные годы, получили рекордный сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток). По данным АРБ, ставки по кредитам нефинансовым организациям в рублях на срок более 1 года выросли с 9,8% в 2010 г. до 10,7% в 2011 г. и 11,3% в 2012 году.

Зато рентабельность многих отраслей реального сектора близка к нулю. Рентабельность целлюлозно-бумажной промышленности в 2011 г. составила 5,8%, пищевых продуктов, включая напитки и табак, – 5,3%, производства и распределения электроэнергии, газа и воды – 5,1%, производства резины и пластмассы – 4,9%, производства электрооборудования – 4,9%, машин и оборудования – 4,8%, легкой промышленности – 2,5%, производства изделий из дерева и обработка древесины – 2,5% и т. д. А рентабельность банков (по капиталу) в худший для промышленности год возросла с 16,6 до 18,2% (данные АРБ).

Надо ли удивляться, что развитие промышленности впервые за 20 лет в 2012 г. опустилось до 2,6%, а в 2013 г. ожидается 2% (в I квартале – роста нет вовсе)?

Рефинансирование, на наш взгляд, должно быть не только коротким, но и предоставляться на более длительной основе (свыше года, как это имеет место во многих странах).

Для превращения ставки рефинансирования в реально действующий механизм, формирующий ценовые параметры финансового рынка, необходимо, чтобы денежная база формировалась не за счет валютных поступлений (как это происходит в настоящее время), а большую роль играл бы «внутренний» компонент. Финансовые ресурсы должны возникать с учетом потребностей внутреннего рынка, давая возможность и отраслям, не связанным с экспортом, получать необходимые ресурсы для модернизации и структурных изменений. Это предполагает формирование денежного предложения в первую очередь на основе внутренних механизмов и инструментов, в большей степени отражающих внутренний спрос на деньги.

Более того, указанные подходы в принципе позволяют, во-первых, обеспечить формирование денежных ресурсов в увязке с задачами структурной политики и, во-вторых, расширяют основу для длинных ресурсов. В результате обеспечивается необходимая диверсификация и экономики, и финансового рынка, расширяется его ликвидность, увеличивается инвестиционный потенциал финансовых ресурсов. Учитывая, что даже

¹ Эксперт. 2013. № 15 (847). С. 8.

² Российский статистический ежегодник. 2012. С. 767.

на гораздо более зрелых финансовых рынках основу длинных ресурсов формируют национальные монетарные власти (используя указанные подходы), такая практика заслуживает большого внимания применительно к российской ситуации, поскольку может обеспечить формирование необходимого объема длинных ресурсов, требующихся российской экономике.

При этом следует выработать комплексные подходы к проблеме монетизации экономики, увязывающие политику Центрального банка с общеэкономическими приоритетами, в первую очередь, задачами бюджетной и структурной политики. Это также должно сопровождаться реализацией мер по стимулированию спроса. В развитых странах такие подходы давно уже сложились. По оценке бывшего председателя Совета экономических советников при Президенте США М. Боскина (этот пост он занимал в период, когда президентом был Буш-старший), «...хотя некоторый уровень промышленной политики присутствовал в предыдущих администрациях всегда, пусть и на низком уровне, Администрация Б. Обамы масштабно расширила ее размеры и объем»¹. После кризиса сформировалась так называемая *денежно-промышленная политика* (*mondustrial policy*), которая означает реализацию денежных подходов в увязке с промышленными приоритетами – ее отраслевыми и корпоративными элементами².

Указанные подходы приобретают особую актуальность в связи с вступлением России в ВТО и усилением конкуренции. Необходимо обеспечить, чтобы российские участники имели возможности, сопоставимые с теми, которыми располагают их конкуренты с точки зрения доступности финансовых ресурсов, их цены, объема и сроков.

Подходы к выработке современной промышленной политики не могут ограничиваться лишь формированием некоего набора высокоэффективных проектов (как это пытались делать, например, Минэкономики России в середине 1990-х годов). Система приоритетов государственной промышленной политики по определению отличается от приоритетов коммерческих или инвестиционных банков, у которых максимизация прибыли является одной из главных задач.

Задачи государственной промышленной политики носят гораздо более системообразующий характер. Именно она призвана обеспечивать разумный баланс между высокоэффективными отраслями и локомотивами экономического роста, с одной стороны, и менее эффективными сферами, без которых и передовые отрасли не смогут полностью раскрыть свои возможности, – с другой.

Более того, на наш взгляд, в рамках указанных подходов следует формировать «несущие конструкции», необходимые для нормального функционирования любой экономической системы. *Только при проведении*

государственной промышленной политики возможна реализация долгосрочных масштабных программ, требующих больших инвестиций, отдача от которых может наступить через десять-двадцать лет (таких, как освоение космоса или разработка новых сложных технологий). Причем здесь важны и геоэкономические и стратегические аспекты с точки зрения обеспечения экономической безопасности страны и сохранения ее экономического суверенитета¹.

В таком развитии, очевидно, должен быть заинтересован и частный сектор. Масштабы и сроки выполнения возникающих сегодня задач часто превышают возможности даже крупных компаний. Однако ни у кого не возникает сомнения, что прочные «инфраструктурные тылы», развитая научная база, наличие наукоемких разработок укрепляют позиции государства и национального бизнеса в стране и за рубежом и позволяют реализовать конкурентные преимущества, основанные на передовых технологиях и «экономике знаний».

Действию рыночных сил в целом присущ более прикладной, короткий временной «горизонт», и многие из важных сфер экономики остаются за рамками текущих интересов бизнеса. Поэтому требуется система мер прямого и косвенного государственного регулирования, обеспечивающих необходимый характер промышленного развития и способствующих укреплению внутри- и внешнеэкономического положения страны. Она должна основываться на критериях, согласно которым соответствующие направления хозяйственной деятельности или отрасли в целом станут предметом первоочередного внимания. К таковым, в частности, могут относиться показатели экономического роста, причем учитывающие не только вклад самой рассматриваемой отрасли, но и мультипликативный эффект, когда развитие одной отрасли приводит к росту смежных производств. Большое значение имеет и фактор увеличения занятости.

Помимо чисто экономических критериев важную роль играют факторы социальной значимости, системообразующие, стратегические и иные параметры. Особо отметим территориальный аспект промышленного развития. Для обеспечения его большей пространственной равномерности необходимо использование широкого набора рычагов, представляющих разные направления экономической политики. Возможны и другие критерии.

Отдельно подчеркнем роль регулирования финансовых потоков. Представляется крайне важным последовательное использование денежными властями имеющихся у них механизмов, необходимых для формирования финансовых ресурсов и содействующих их дальнейшему поступлению в те сферы, развитие которых считается в настоящее время приоритетным в экономической политике.

¹ The Economist. 2010. Aug. 7 – 13. P. 55.

² www.investopedia.com

¹ Подробнее см.: *Еришов М.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. С. 87 – 88.

В **Великобритании** Банк Англии, в частности, инициировал в 2012 г. совместно с Казначейством программу финансирования кредитной деятельности банков, направленную на кредитование нефинансовых отраслей (funding for lending), причем по более низким процентным ставкам, чем на рынке.

Аналогично **Швейцария** в последние годы в целях уменьшения внешних рисков и перенаправления ресурсов банков на внутренние операции использовала соответствующие нормативы, делающие внутренние операции более выгодными для банков, чем операции за рубежом, способствующие тем самым перенаправлению финансовых потоков швейцарских банков в пользу кредитования национальной экономики.

В целом в условиях кризиса и после него в мире стала более отчетливо проявляться тенденция повышения интереса к инвестированию в свои экономики. Это явление получило название *домашние предпочтения* – *home bias*.

Подобные меры применялись и в **Японии**. В целях регулирования финансовых потоков там вплоть до середины 1990-х гг. действовало инвестиционное правило «5-3-3-2», предписывавшее участникам рынка, в том числе пенсионным фондам и другим крупным инвесторам, структуру инвестиционного портфеля. Активно проводится политика удешевления кредитных ресурсов (ставки центрального банка в конце 1990-х годов приближались к нулевым значениям). Применяются различные экономические нормативы для перенаправления ресурсов японских банков из-за рубежа на внутренние операции.

В **США**, в частности, продолжает активно использоваться «Закон о региональных реинвестициях», стимулирующий инвестиции на местном уровне и развитие инвестиционных программ, характеризующихся невысокой эффективностью. Хотя формально параметры, формирующиеся на его основе, носят рекомендательный характер, участники рынка стараются их строго соблюдать, поскольку в противном случае это будет приниматься во внимание при вынесении соответствующих решений ФРС. Более того, в зависимости от выполнения названного закона на них распространяется действие иных актов, предполагающих более мягкое регулирование (тогда как на нарушителей «Закона о региональных реинвестициях» такие послабления не распространяются).

В связи с вышеизложенным представляется целесообразным использовать широкий комплекс мер (различных нормативов, налоговых и иных рычагов) также и в **России**, которые будут способствовать направлению финансовых ресурсов в приоритетные сферы. При этом, однако, необходимо, с одной стороны, рассмотреть возможность смягчения требований к банкам в части расширения их возможностей по росту кредитов (например, посредством использования более мягких коэффициентов при взвешивании по соответствующим

видам рисков); с другой стороны, необходимо четко определить границы таких послаблений, чтобы не допустить нежелательных дестабилизирующих последствий.

Аналогично и компании – получатели такого финансирования должны быть заинтересованы в расширении своей деятельности, что, в свою очередь, зависит от динамики экономического спроса, состояния экономики в целом и т. д. В этой связи необходимо комплексное использование финансовых рычагов со стороны регуляторов, направленное на максимально широкий спектр воздействия, позволяющий решить рассматриваемую проблему с учетом возможностей производителей, потребителей и банков.

При выборе приоритетных направлений инвестирования следует, на наш взгляд, принимать во внимание межотраслевой аспект, а также возможности стимулирования спроса в других отраслях и возникающий в результате мультипликационный эффект для экономики в целом. Могут применяться и другие критерии, в том числе учитывающие варианты более быстрого и безынфляционного освоения ресурсов (в этой связи следует выявить наиболее эффективные звенья производственных «цепочек», позволяющие получить быструю отдачу, адекватную вложенным ресурсам), капиталоемкий фактор и т. п.

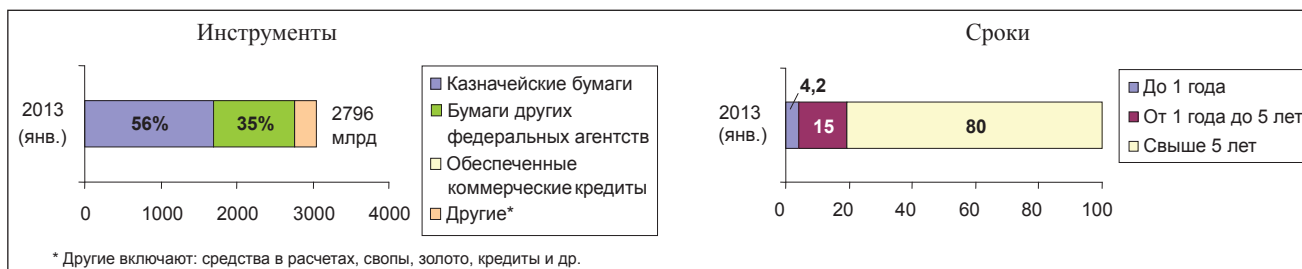
3. Воспроизводство длинных денег – основа инвестиций и устойчивого развития.

Практически все центральные банки развитых стран ведут политику по эмиссии длинных финансовых ресурсов и в целом по расширению длинных денег в своих экономиках (см., например, рис. 1, 2). Полагая, что и Банку России следовало бы усилить внимание к этому направлению.

В США, в частности, в 2011 г. был анонсирован подход, предполагающий рост длинных казначейских бумаг при снижении коротких бумаг в портфеле ФРС (Operation Twist), который был впоследствии неоднократно подтвержден.

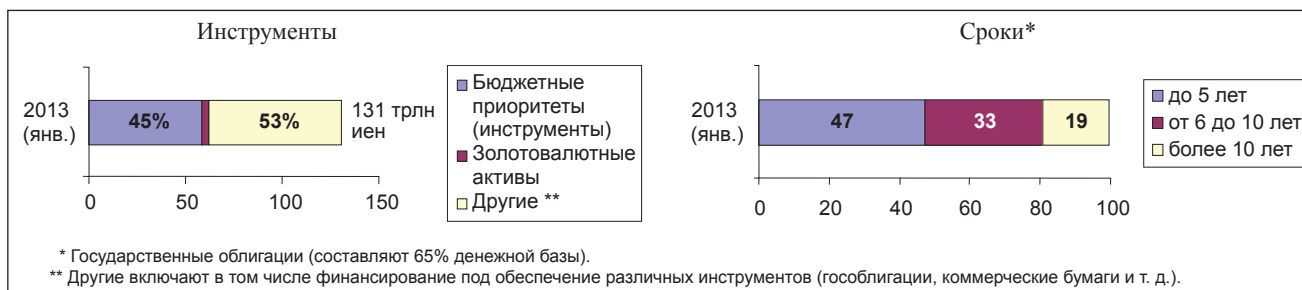
Как свидетельствуют приведенные данные, около 90% всех долларов, имеющихся в настоящее время в мире, в момент своего первоначального появления были эмитированы в результате финансирования различных бюджетных программ. А уже потом эти ресурсы попадают на вторичный рынок и, мультиплицируясь, превращаются в соответствующие агрегаты денежной массы. Большую роль имеют бюджетные приоритеты и при формировании денежной базы японской иены.

Важен еще целый ряд обстоятельств в этой связи. Во-первых, купленные центральным банком бумаги, как правило, размещаются на балансе центрального банка до срока их истечения. Другими словами, экономика получает длинные и целевые инвестиционные ресурсы. Более того, при истечении срока действия ценных бумаг часто осуществляется новая эмиссия и новая покупка вновь эмитированных бумаг. Это делает



Источник: US Fed.

Рис. 1. Денежная база доллара США (млрд дол., %)



Источник: Bank of Japan.

Рис. 2. Денежная база японской иены (трлн иен, %)

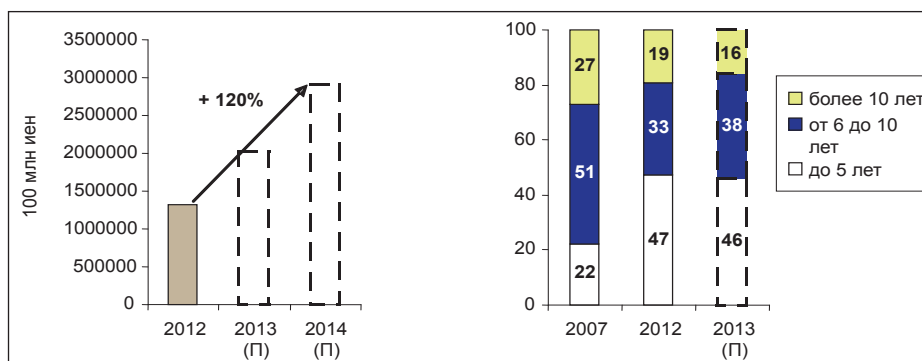
процесс поддержания длинных ресурсов в экономике при необходимости практически бессрочным.

Кроме того, участие центрального банка в указанных механизмах позволяет осуществлять финансирование бюджетных задач, не сокращая ликвидность финансового рынка в целом (как было бы, если бумаги покупались бы компаниями и банками, что влекло бы за собой отток ресурсов на цели финансирования бюджета и сокращало бы возможности прочих инвестиций со стороны частного сектора).

Не менее радикальную политику проводит Банк Японии. По словам его прежнего главы М. Сиракавы,

«банк продолжит мощное денежное смягчение путем сохранения нулевых уровней процентных ставок»¹ и увеличит покупку активов, причем не только бумаг японского Минфина, но и рискованных инструментов частного сектора (корпоративных облигаций и др.), что является необычной практикой для центрального банка².

Новое руководство Банка Японии еще более активизировало обозначенные подходы. Так, по оценкам нового главы Х. Куроды, в ближайшие два года планируется удвоение нынешнего уровня денежной базы иены и увеличение роли долгосрочных бумаг (до 40 лет) в портфеле Банка³ (рис. 3).



Прогноз построен на основе программы покупки японских государственных облигаций от 4.04.2013.

Источник: Bank of Japan.

Рис. 3. Денежная база японской иены: объем и сроки

В целях борьбы с дефляцией Банк Японии объявил, что им также предполагается каждый месяц увеличивать свой баланс на величину, превышающую 1% ВВП страны, что представляет собой в два раза более высокие темпы роста, чем в США⁴.

Хотя в России общий инфляционный фон выше, тем не менее тенденция снижения инфляции позволяет со всей серьез-

¹ Speech by Shirakawa M. The Bank of Japan's efforts toward overcoming deflation // The Japan National Press Club. Tokyo, 2012. Feb. 17.

² Ibid.

³ В настоящее время государственные облигации (составляют 65 % денежной базы).

⁴ Revolution in the air // The Economist. 2013. April 13–19. P. 10.

езностью оценить возможности использования аналогичных подходов целевой длинной эмиссии, практикуемых наиболее зрелыми финансовыми системами мира.

Хотелось бы при обсуждении этого вопроса провести подробный технический анализ указанной проблемы. Кроме того, нужно разработать комплекс мер по удешевлению формируемой ресурсной базы. Стимулами и для вкладчиков, и для банков могут быть более низкие ставки налогообложения по начисляемым процентам в случае размещения средств на длительные сроки. Эти меры могут сочетаться с более низкой нормой резервирования по «длинным» ресурсам, что позволит устанавливать по таким вкладам и более высокие проценты, повышая их привлекательность. Причем, если есть опасения (а они иногда высказываются), что участники рынка будут по-прежнему ограничиваться «коротким» размещением средств, возможно использование механизмов, предполагающих заниженные резервный и налоговый режимы только на величину средств, размещенных на длительные сроки.

Необходимо использование всех возможных регулирующих мер, направленных на создание большей привлекательности операций с рублями по сравнению с иностранными валютами в целом, дестимулируя отток вновь формируемой ликвидности на валютный рынок. Напомним, что подобные подходы широко применяются ведущими странами, в том числе Японией, а в настоящий момент – Швейцарией.

В этой связи можно рассматривать широкий комплекс различных мер. Так, в частности, целесообразно устанавливать норму резервирования по рублевым пассивам на более низком уровне, чем по валюте (такая практика начала проводиться Банком России некоторое время назад), что повысит эффективность рублевых операций. Кроме того, по нормативам, связанным с регулированием структуры баланса (достаточности капитала и т. д.), в формулах расчетов активов и пассивов целесообразно трактовать, например, операции с валютой как более высокорисковые (формально в них действительно присутствуют факторы курсового, политического и других рисков), а потому применять к таким ресурсам более жесткие расчетные коэффициенты. Напомним для примера опыт Японии, которая для стимулирования операций своих банков в иенах ввела более высокие требования по соотношению капитал/активы по ресурсам в иностранных валютах, что сделало для японских банков операции в иенах более привлекательными.

Целесообразно также увеличить длину средств, предоставляемых центральным банком через механизмы рефинансирования, с 1 года (как это имеет место сейчас) до более длительных сроков. В ЕЦБ, в частности, этот срок в настоящее время достигает трех лет.

В целях расширения возможностей «длинного» кредитования и уменьшения связанных с этим рисков также следовало бы продолжить работу по совершенствованию механизмов использования в Ломбардном

списке требований банков по длинным кредитам. При адекватном формировании нормативной базы производных инструментов, создающих возможность использования оптимальных форм и методов покрытия таких сделок (например, в виде нот, позволяющих дробить общую сумму кредита на части), это значительно увеличит возможности кредиторов рефинансировать на рынке отдельные доли кредита, реализуя такие бумаги (ноты) и обеспечивая тем самым необходимую ликвидность.

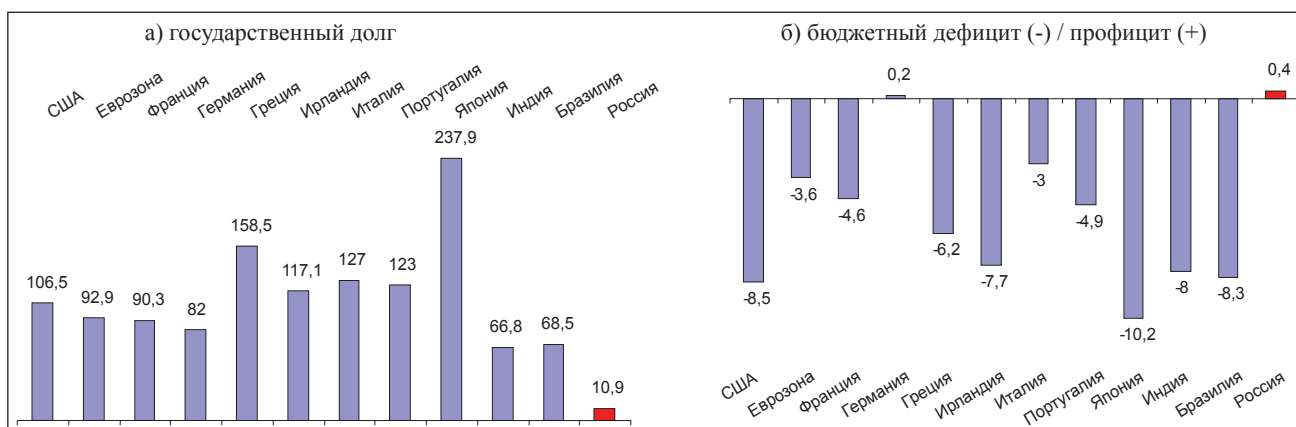
Банк России координирует и направляет развитие всей банковской системы страны, к тому же осуществляет надзор за выполнением банками их задач. На поверхности видно (и, казалось бы, Банк России не должен проходить мимо столь существенного обстоятельства), что доля инвестиционного кредита в общем объеме кредитов в России составляет рекордно низкую величину – 6%. При этом из года в год удельный вес кредитов банков в формировании инвестиций сокращается: в 2008 г. – 11,8%, в 2009 г. – 10,3%, в 2010 г. – 9,0%, в 2011 г. – 8,5%.

В передовых странах мира доля инвестиционных кредитов в 2–2,5 раза выше. Если же учесть, что общий объем кредита в странах Западной Европы, в свою очередь, в 2–2,5 раза выше по отношению к ВВП, чем в России, то инвестиционное кредитование наших предприятий меньше, чем на Западе, в 4–6 раз. В расчете на душу населения, учитывая, что уровень экономического развития в России в 1,5–2 раза ниже, инвестиционные кредиты на Западе в 6–10 раз превышают эти показатели в России. А ведь *инвестиции – это вложения в будущее*. Поскольку без этих вложений предприятие нормально существовать не может, предприятие в значительной мере использует на инвестирование свои собственные средства – прибыль и амортизацию.

При этом надо иметь в виду, что в России, в отличие от США и других развитых стран, практически отсутствуют или крайне малы рыночные фонды «длинных» денег – негосударственные накопительные пенсионные фонды, фонды страховых компаний, паевые фонды и другие. Объемы каждой группы этих фондов в России измеряются 20–30 млрд дол. в сравнении с сотнями миллиардов, а в США – и триллионами долларов. Поэтому фонд банковских активов и кредитов (объемом в 1–1,5 трлн дол.) фактически является единственным внутренним рыночным источником денег, в том числе и инвестиционных денег.

Если западные предприятия на инвестиции используют 20, максимум – 30% своих средств, то российские предприятия – до 50%. Собственных средств при относительно низкой рентабельности во многих отраслях явно не хватает. И такое положение вызывает падение темпов социально-экономического развития, которое мы наблюдаем.

В апреле 2013 г. Минэкономразвития понизило рост ВВП в 2013 г. до 2,4%, рост промышленности – до 2%. Снизил оно и ранее намеченные цифры на 2014–2016 гг. Особенно по главной отрасли народного хозяй-



Источник: IMF. 2013. April.

Рис. 4. Государственный долг и бюджетный дефицит в ряде стран (% ВВП), 2012 г.

ства – промышленности. За 5 лет (2012–2016 гг.) объем промышленного производства вырастет менее чем на 15%, т. е. меньше чем по 3% в год. Рост валового внутреннего продукта при этом будет происходить немного быстрее, по-видимому, за счет повышения доли услуг в составе ВВП при снижении доли реального сектора.

Такие низкие темпы социально-экономического развития не позволят нам в обозримой перспективе решить ни одну из назревших жизненно важных проблем:

- покончить с бедностью;
- улучшить жилищные условия;
- осуществить строительство автострад и скоростных железных дорог;
- поднять продолжительность жизни хотя бы до уровня развивающихся и других постсоциалистических стран;
- создать условия для опережающего развития науки, образования, информационных и биотехнологий.

Эти задачи не удастся решить по простой причине: из-за нехватки для этого финансовых ресурсов, которые дают экономический рост. Так что задача существенного ускорения социально-экономического развития – повышения среднегодового темпа роста с 3–3,5% в настоящее время до 5–6% сейчас является нашей главной задачей, которой необходимо подчинить деятельность всех звеньев управления, в том числе Центрального банка.

4. Профицит или дефицит в бюджетной политике?

Масштабные задачи, которые стоят перед экономикой, – формирование условий для устойчивого роста, улучшение его качества, отход от сырьевой ориентации, решение долгосрочных задач (в том числе региональное развитие, ипотека) возможны при существенном росте расходов (и, возможно, дефицита) как со стороны частного сектора, так и государства. Учитывая, что многие из стоящих задач носят системный и долгосрочный характер, участие государства в этих процессах очевидно необходимо. В свою очередь, источником финансирования таких расходов являются либо финансовый сектор и

национальные регуляторы, либо международные рынки.

Между тем бюджетная политика, основанная на профиците, фактически означает изъятие средств из экономики, тогда как расширяющаяся экономика требует обратного – дополнительного финансирования.

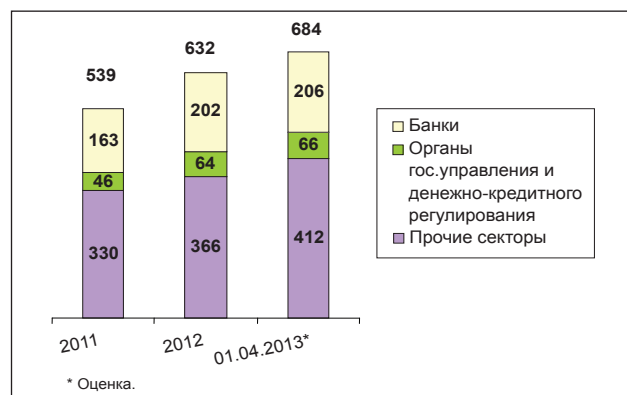
Мировой опыт выхода из кризисов как в XX в., так и в начале XXI в. весьма показателен. Ведущие страны – в первую очередь США и Япония – еще раз продемонстрировали успешную практику стимулирования экономики с использованием бюджетных рычагов (см. рис. 4). В этой связи *использование механизмов поддержки экономического роста на основе механизмов дефицитного финансирования, обеспечивающего приток дополнительных финансовых ресурсов, требует самого пристального рассмотрения.*

В целом при профицитном бюджете в тех случаях, когда этот профицит не реинвестируется в экономику, а, по сути, из нее выводится (как, например, в России), притом, что решаются иные важные задачи (погашение внешнего долга и т. д.), о прямой стимулирующей роли бюджета речь идти не может. И вообще, если часть того, что зарабатывает экономика, не реинвестируется, то сокращается основа «самофинансирования» экономического роста и он ставится в большую зависимость от привлечения ресурсов извне¹.

¹ Если взглянуть на проблему с точки зрения обычной экономической логики (абстрагируясь от тех или иных теорий), то возникают схожие причинно-следственные аналогии. Рост экономики предполагает, что экономика должна получать *дополнительные ресурсы*, необходимые для достижения конечного результата. Причем они должны авансироваться экономике (т. е. предоставляться до получения результата). По аналогии с частным сектором – сначала осуществляются инвестиции в проект, а потом уже реализованный проект дает прибыль, но никак не наоборот. И если чисто гипотетически представить ситуацию, когда все ресурсы в экономике задействованы и эффективно работают, а потому не могут перетечь для финансирования новых программ откуда-нибудь (потому что это будет означать, что одно финансируется за счет другого), то производство дополнительных товаров или услуг, которое приводит к увеличению ВВП и экономическому росту, требует соответственно больше расходов, причем, естественно, еще до получения дохода.

Более того, целый ряд системообразующих программ в силу их важности для экономик западных стран продолжает финансироваться даже несмотря на отмечающийся у них бюджетный дефицит. Поэтому такие важные и перспективные сферы развития, как малый бизнес, ипотека, другие ключевые направления с учетом их потенциала и той роли, которую они могут и должны играть в экономике, следует поддерживать и стимулировать в любых условиях, даже если это сопряжено с некоторым увеличением бюджетного дефицита, поскольку их вклад в экономический рост, а в конечном итоге и в укрепление экономики и бюджета может иметь определяющее значение.

Перечисленные выше подходы демонстрируют большую «степень свободы», которую формируют для себя ведущие экономики мира. В такой ситуации они не стоят перед дилеммой, которая, по оценкам, начинается проявляться в российской экономике, когда государство фактически вынуждает предприятия и организации, особенно государственные, залезать в непомерные внешние долги, получая средства в 3–4 раза по более высоким процентным ставкам в сравнении с доходом на лежащие годами без движения золотовалютные резервы страны; или делать приватизацию «панацеей» от всех бед.



Источник: Банк России.

Рис. 5. Внешний долг Российской Федерации (млрд дол.)

С другой стороны, высокие процентные ставки, особенно на инвестиционные кредиты, тоже вынуждают наши предприятия и организации наращивать иностранные долги, заимствуя у них кредит по более приемлемым процентным ставкам.

На эту тему написана отдельная статья «Возраста-

Отметим, что та же логика присутствует и в международном корпоративном финансовом планировании, когда при расчете финансовых потоков сначала предполагается отрицательный поток наличности (negative cash flow), связанный с осуществлением инвестиций, а затем, по мере реализации проекта, происходит приток доходов, балансирующий первичный дефицит и формирующий прибыль. Поэтому практика «дефицитного финансирования» при стимулировании экономического роста, по сути, имеет ту же логику, что и подходы, практикуемые в частном секторе при осуществлении инвестиций. См. подробнее: Еришов М. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М. Экономика, 2005. С. 227–228.

ющий корпоративный долг перед иностранными инвесторами – «петля на шее у национальной экономики»¹. Там приведена цифра внешнего корпоративного долга России на 1 января 2013 г. в размере 568 млрд дол., который за год увеличился почти на 15% – на 75 млрд дол. Содержался и призыв к Правительству и Банку России обратить внимание на размер этого чрезмерного долга наших предприятий и банков. И что же?

Прошло три месяца, за которые долги выросли еще на 50 млрд дол. в подавляющей части (46 млрд дол.) за счет предприятий и организаций. Наибольший рост – у иностранных кредитов. Они увеличились на 39 млрд дол. (на 16%) до 277 млрд дол. США².

5. Новая роль банков в осуществлении намеченной модернизации реального сектора.

Чтобы вырваться из отсталости и ускорить социально-экономическое развитие страны, предстоит осуществить модернизацию народного хозяйства – технологически обновить отсталую материально-техническую базу многих отраслей, перестроить структуру экономики, подняв значимость производства готовой продукции с повышенной добавленной стоимостью, особенно высокотехнологичных и инновационных отраслей, и тем самым «слезть с нефтяной иглы», удвоить жилищное строительство, начать массовое строительство автострад и скоростных железных дорог, поднять комплекс отраслей «экономики знаний».

Это потребует повышения нормы инвестиций в 1,5–1,7 раза – до 30–35%, что эквивалентно увеличению инвестиций в основной капитал с 12,5 трлн руб. применительно к 2012 г. до 20 и более трлн руб. При этом наиболее эффективной формой инвестиций могут стать самоокупаемые инвестиционные кредиты, чья доля в своих инвестициях повысится с 7 до 40%, а может быть – и более процентов. Так что роль банковской системы, российских коммерческих банков в инвестировании многократно возрастет.

При этом перед Министерством финансов и Банком России стоит задача по воспроизводству «длинных» денег, возможно, с использованием изложенного выше опыта развитых стран.

Столь масштабные цели, которые стоят в настоящее время перед экономикой России, потребуют значительного финансирования, что, в свою очередь, делает необходимым формирование новых подходов в политике Банка России, а также во всей инвестиционной политике страны. ■

¹ Аганбегян А. Г. Возрастающий корпоративный долг... // Деньги и кредит. 2013. № 3.

² По данным Банка России.