

# О больших и неиспользуемых возможностях Центробанка

Регулятор мог бы взять на себя финансирование государственных расходов

Михаил Ершов

**Об авторе:** Михаил Владимирович Ершов – доктор экономических наук, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов.

23-05-2021

[https://www.ng.ru/kartblansh/2021-05-23/3\\_8154\\_kartblansh.html](https://www.ng.ru/kartblansh/2021-05-23/3_8154_kartblansh.html)

Ускорение экономического роста, о важности которого постоянно говорится в последнее время, требует повышения инвестиций. При существующих бюджетных ограничениях предполагается, что основной объем финансирования новых инвестпроектов должны обеспечить частные инвесторы. Формирование новых инвестиционных инструментов и упрощение их применения для частного бизнеса должны дать толчок для роста инвестиций. Уже со стороны правительства и Банка России утверждена «дорожная карта» по повышению доступности финансирования для инвестпроектов. Стимулирование роста частных инвестиций – действительно важнейшая задача. Однако в РФ есть еще и другие механизмы стимулирования экономического роста, которые используются пока очень мало.

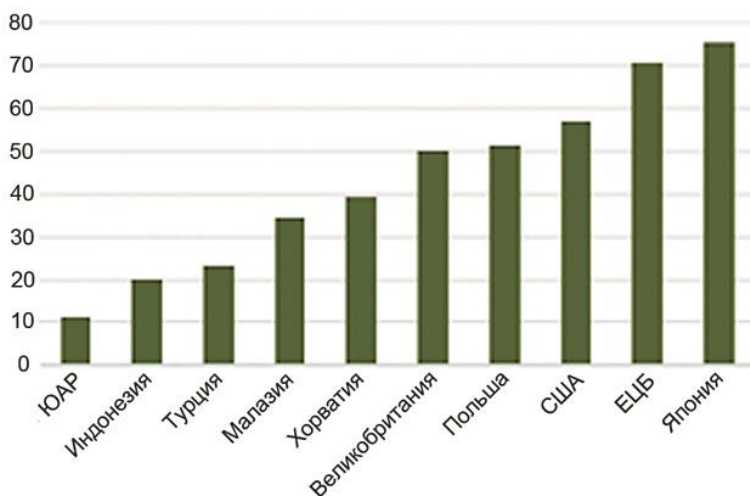
В России в кризис пандемии объемы поддержки экономики составили не более 4% ВВП, при этом спад ВВП был всего 3%, что лучше, чем во многих странах. Однако после 2021 года, когда будут отыграны «эффект низкой базы» и эффект господдержки, экономика может вновь вернуться к низким темпам роста и потребуются новое дополнительное финансирование.

Во многих странах финансирование госрасходов обеспечивается взаимодействием между национальными центральными банками и национальными минфинами – центральные банки покупают госбумаги своего Минфина. Это существенно расширяет возможности Минфина.

Только в последний кризис 2020 года в Японии около 70% всех выпущенных гособлигаций было куплено Банком Японии. Применение такого механизма существенно расширилось в мире – его стали использовать даже страны с формирующимися рынками (Польша, Мексика, Хорватия, Южная Корея и др.). В отдельных странах именно центробанки были ключевыми покупателями значительного объема эмиссии гособлигаций. Это позволило профинансировать масштабные меры поддержки, которые в среднем в мире составили 15% ВВП, а в

отдельных странах достигали и 70% и требовали дополнительных источников фондирования.

### Доля центральных банков в национальных гособлигациях и долгах, выпущенных с февраля 2020-го, в процентах.



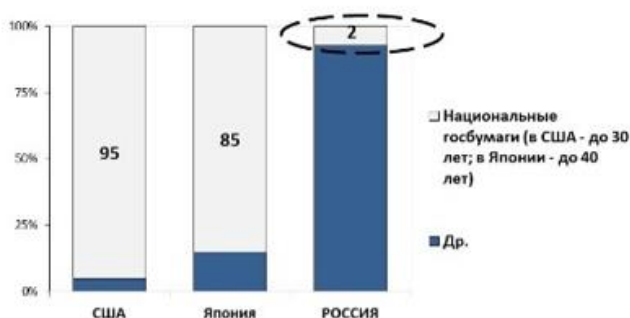
Источник: World Bank. Global Economic Prospects, January 2021

Купленные гособлигации Центробанк держит на своем балансе до срока их погашения, и при необходимости выпуск таких бумаг повторяется (фактически так часто и происходит). Возможность нового выпуска таких облигаций делает ресурсы для экономики фактически бессрочными. Часто такие гособлигации являются долгосрочными – например, в США срок таких бумаг достигает 30 лет, а в Японии даже 40 лет. В результате экономика насыщается длинными ресурсами в необходимых масштабах, что расширяет возможности для инвестиций.

Как отмечает ООН, центральные банки во многих странах как «кредиторы последней инстанции становятся покупателями последней инстанции».

По сути, покупка национальных гособлигаций Центробанком означает финансирование госрасходов со стороны Центробанка. При этом в ведущих странах вся монетизация их экономик завязана на госбумаги. Гособлигации, купленные Центробанком у национального Минфина, в этих странах составляют большую долю при формировании денежной эмиссии национальной валюты. Так, в США 95% всех долларов, которые в настоящее время есть в мире (показатель так называемой денежной базы), были созданы на основе покупки американских казначейских облигаций со стороны Федеральной резервной системы. В Японии аналогичный показатель достигает 85%.

### Доля национальных госбумаг в эмиссии национальной валюты, 2019 г.



Источник: М.Ершов, рассчитано по данным соответствующих центробанков

Обозначенные подходы говорят о том, что денежно-кредитная политика в ведущих странах нацелена на формирование приоритетов структурной политики. По сути, там применяется полномасштабная денежно-промышленная политика.

Эти подходы принципиально отличаются от тех, которые применяются в России. У нас доля гособлигаций на балансе Центрального банка на конец 2020 года составила всего 1,5% денежной базы рубля. При этом основной объем денежной базы уже многие годы формируется на основе экспортной выручки российского бизнеса и внешних займов. Это очевидно повышает зависимость российской денежной системы от мировой конъюнктуры, ограничивая ее автономность.

Такое положение наводит на некоторые размышления. Если у двух самых развитых экономик мира применяются одинаковые подходы, то не это ли обеспечивает им лидирующие позиции в глобальной экономике и в финансовой системе? И не связаны ли проблемы российской экономики (отсутствие длинных денег, их дороговизна, волатильность валютного курса, уязвимость от внешней конъюнктуры) с тем, что у нас применяются подходы, зеркально противоположные тем, которые используются в зрелых финансовых системах?

Применение механизма покупки национальным Центральным банком облигаций своего Минфина позволит значительно расширить инвестиционную базу для российской экономики, более активно поддержать приоритетные направления экономики, обеспечит экономику длинными деньгами. При этом важно, что данный механизм позволит не сокращать финансовые ресурсы у частного сектора. В случае размещения госбумаг на вторичном рынке они бы покупались бы частными компаниями и банками. Тогда инвестированные ими средства ушли бы на финансирование указанных госпрограмм и ограничились бы возможности инвестирования средств в собственное развитие. При этих подходах такие темы, как оптимизация расходов, налоговые маневры, повышение налогообложения и пр., утрачивают свою остроту. Однако Банк России заявляет, что не планирует покупать госбумаги, которые выпускает Минфин РФ. И те большие возможности, которые у нас есть, мы пока не используем.