

Михаил Ершов*

Не там ищем

Главным источником длинных денег в экономике должна стать эмиссия ЦБ под покупку долгосрочных ценных бумаг Минфина, а не международные рынки



ПРЕДОСТАВЛЕНО ПРЕСС-СЛУЖБОЙ РОСНАКА



ИГРЬ ШАПОШНИКОВ

В проекте Стратегии развития банковского сектора РФ до 2015 года указываются причины, которые сдерживают развитие наших банков. Прежде всего это недостаточная их вовлеченность в финансирование экономических процессов, неспособность адекватно конкурировать с международными банками, ограниченность ресурсной базы и ее краткосрочный характер.

Проблема отсутствия длинных денег становится тем более актуальной, когда перед российской экономикой стоят системные задачи инновационного развития и модернизации, которые требуют масштабных и долгосрочных инвестиций.

На протяжении всей новейшей истории рыночных преобразований проблема длинных денег постоянно привлекает к себе внимание. В разное время предпринимались усилия по формированию более устойчивой ресурсной базы финансовой системы — вводились льготные нормы резервирования по длинным деньгам, чтобы сделать их более привлекательными. Обсуждались возможности использования безотзывных вкладов — и дискуссии об этом все еще продолжаются. На время кризиса появилась возможность получения более длинных ресурсов через рефинансирование ЦБ (потом она была отменена).

Сейчас делаются попытки вовлечения в экономику накапливаемых длинных ресурсов пенсионного и страхового характера, расширяются ресурсы специнститутов (ВЭБ, РБР). Однако в системном плане, в масштабе всей экономики, задача остается нерешенной. А главным источником длинных денег, как и раньше, остаются международные рынки (хотя во время кризиса получать деньги и там было непросто).

Как это делается у них

Инструменты и источники формирования длинных ресурсов в развитых экономиках многообразны. Но решающую роль играют их центральные банки как главные эмиссионные центры, которые формируют основу длинных денег. Так, в двух самых мощных экономиках мира — в США и Японии — при формировании денежного предложения (денежной базы) основное место занимают долгосрочные государственные облигации, которые выпускаются в целях финансирования бюджетного дефицита. Затем эти бумаги покупаются центральными банками и остаются на их балансах. В результате в экономику поступают длинные целевые ресурсы. Такая практика устойчиво при-

меняется последние десятилетия (подробнее см. www.ershovm.ru).

Если при этом учесть, что на бюджетные инструменты в целом приходилось до 90% (а иногда и больше) всей эмиссии (денежной базы), то на длинные бюджетные инструменты в результате приходится не менее 40% всех ресурсов, эмитируемых в экономику.

Такая практика позволяет осуществлять поступление дополнительных ресурсов на рынок в соответствии с экономическими приоритетами.

Первичным получателем средств, таким образом, являются бюджетные программы, а уже затем эти ресурсы мультиплицируются и поступают в остальные секторы экономики, продуцируя по цепочке спрос и стимулируя рост в смежных и иных отраслях. Учитывая, что в основе такой эмиссии находятся инструменты, длина которых часто достигает 10–20 лет, при их дальнейшем движении в экономику в итоге формируется многоуровневый пласт длинных ресурсов. В сочетании с вовлечением в процесс страховых, пенсионных и иных денег в результате образуется реальный системный фундамент для долгосрочных инвестиционных процессов.

Когда центральный банк покупает (пустя и не напрямую), например, десятилетнюю бумагу своего минфина, фак-

тически это означает, что бюджет получил десятилетний кредит. Причем даже когда срок бумаг истекает, может проводиться новая эмиссия, которую вновь покупает центральный банк. Такие операции, как правило, осуществляются не напрямую, а через разного рода доверительных посредников — уполномоченные банки и другие финансовые институты, работающие на вторичном рынке. Принципиально, что эмитент бумаг, например Казначейство США (минфин), получает за них доллары, эмитированные ФРС, а сама ФРС в обмен на доллары получает бумаги, тем самым замыкая такой обмен.

И еще одно обстоятельство. Покупка Федеральным резервом бюджетных инструментов позволяет избежать эффекта оттягивания (crowding out) средств из других секторов экономики и не тормозит, таким образом, их развитие. Тогда как в случае покупки этих бумаг «обычными» участниками рынка происходит тот самый эффект оттягивания.

Интересно, что даже в тех случаях, когда бюджет был профицитным (как, в частности, в США в конце 1990-х), объем госбумаг на балансе ФРС не уменьшался (хотя потребность финансирования бюджета формально сокращалась и объем госбумаг в экономике можно было бы сократить). Сохранение прежнего объема бумаг на балансе ФРС было необходимо для того, чтобы избежать негативных последствий изъятия из экономики тех ресурсов, которые там уже нормально работают. Их изъятие означало бы нарушение хода развития экономики, которая работала с этими деньгами.

В острой фазе кризиса в развитых странах при формировании ликвидности на первый план на некоторое время выдвинулись короткие инструменты, которые были необходимы для предоставления рынку чрезвычайных средств. Однако уже к середине 2009 года длинные ресурсы вновь стали преобладать — на инструменты длиной свыше одного года сейчас приходится более 70% всего портфеля. Однако большую часть таких бумаг теперь составляют выкупленные с рынка ипотечные бумаги, что было необходимо для поддержания данного сегмента рынка, и в целом (с поправкой на ипотечные инструменты) доля длинных бумаг вернулась к обычным уровням середины 1990–2000-х (см. график 1).

И вновь, как это и раньше было в практике зрелых финансовых систем, у истоков формирования длинных денег стоят именно монетарные власти.

Эти механизмы тем более актуальны, когда необходимо финансировать бюджетный дефицит — а с этой проблемой сейчас столкнулось большинство развитых стран. Заметим, что многие из них

В США и Японии при

формировании денежно-

го предложения основное

место занимают долго-

срочные государствен-

ные облигации, которые

эмитируются в целях фи-

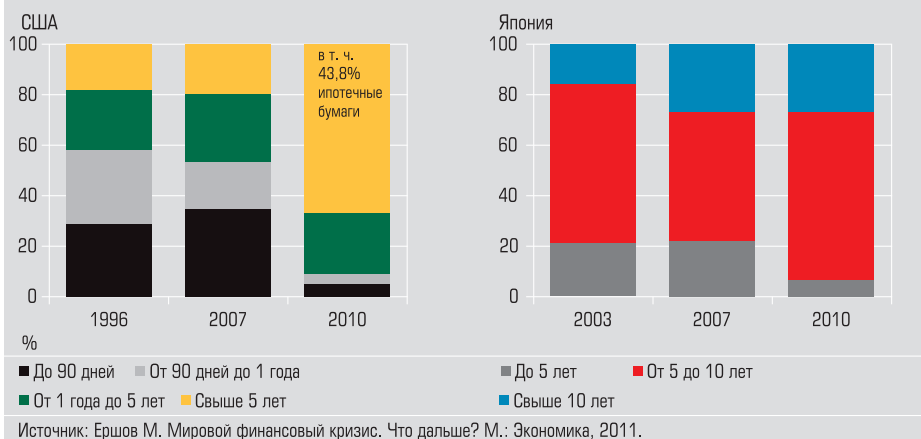
нансирования бюджетных

дефицитов

*Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук. Статья отражает личное мнение автора.

Структура денежной базы США и Японии по срокам

График 1



устойчиво нарушают ограничения в 3% ВВП, зафиксированные Пактом о стабильности и росте, поскольку дефицит — это серьезный рычаг для роста экономики. Так, в США за 2000–2010 годы накопленный бюджетный дефицит составил 4,4 трлн долларов, а абсолютный прирост ВВП — 4,7 трлн долларов.

Созидательный дефицит

Поскольку перед российской экономикой сейчас стоят задачи качественных структурных преобразований, такие подходы заслуживают серьезного внимания, особенно с учетом необходимости эффективного финансирования бюджетного дефицита. При этом, во-первых, должен быть найден разумный баланс очередности финансирования экономических приоритетов (ипотека, малый бизнес и др.), а во-вторых, нужен четкий контроль за выполнением поставленных задач.

Очевидно, что могут потребоваться существенный пересмотр механизмов формирования денежного предложения и повышение роли национальных монетарных властей в этом процессе. Поэтому многолетний опыт использования таких подходов в зрелых финансовых системах является серьезным поводом для размышлений.

В противном случае решение проблемы формирования длинных ресурсов будет носить фрагментарный (а не системный, общеэкономический) характер. То есть появятся «отдельные успешные примеры» внутреннего финансирования, но в решающей степени долгосрочное фондирование масштабных системообразующих проектов будет зависеть от возможности привлечения длинных денег из-за рубежа.

В связи с этим эффективное управление бюджетным дефицитом и поддержание его на относительно безрисковом уровне (не более 1,5–2% ВВП) может создать более благоприятные условия для долгосрочных структурных изменений в экономике. ■

График 2
Большинство стран «большой семерки» существенно опережают Россию по уровню бюджетного дефицита



Эффективное управление бюджетным дефицитом и поддержание его на относительно безрисковом уровне, не более 1,5–2% ВВП, может создать более благоприятные условия для долгосрочных структурных изменений в экономике

