

Антистерилизация

В финансировании экономического роста следует делать ставку на внутренние механизмы капитализации. При этом эмиссия денег должна осуществляться не под приобретение иностранной валюты, а под покупку государственных ценных бумаг.

Михаил Ершов (*Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук*)

Очевидно, что приоритетными сейчас остаются задачи укрепления российской экономики: поддержание устойчивого экономического роста, осуществление инвестиций, нормализация финансового и банковского секторов и ряд других. При всей кажущейся разнородности этих задач их корни можно найти в финансовой сфере. От того, каким образом предполагается увеличивать ее ресурсы и какие механизмы планируется при этом использовать, зависит их решение.

Много или мало денег в экономике?

В макроэкономическом плане очевидно радикальное сжатие денежной массы. За последние 12 лет инфляция в 10 раз обогнала прирост денежной массы. В результате по уровню монетизации экономики, характеризуемому отношением M2/ВВП, Россия занимает одно из последних мест в мире. Этот показатель составляет в последние годы 15-20%, тогда как даже в государствах с переходной экономикой - не менее 25-30%, а в развитых странах - 60-100%.

Таблица Экономика России недомонетизирована
Отношение денежной массы (агрегат M2) к ВВП (%)

Государство	1991 г.	1995 г.	2000 г.	2002 г.
Россия	94	14	16	20
Польша	32	34	43	45
США	57	50	50	55
Япония	112	114	123	139

Источники: International Financial Statistics и "Вестник Банка России" за соответствующие годы.

Не исправляет положения и валюта на руках у населения, объем которой достигает, по оценкам, 60 млрд долларов. Во-первых, большая часть этой валюты используется как средство накопления и не поступает в деловой оборот. Во-вторых, та валюта, которая все-таки направляется на платежи, обслуживает либо теневую экономику, либо операции, регистрируемая стоимость которых занижена (недвижимость и так далее). И тогда при учете дополнительных денег возрастает и ВВП - путем добавления его "теневой" части, а также удорожания его недооцененных компонентов, что в целом нивелирует "валютный фактор".

Ограниченный объем финансовых ресурсов обусловил и их высокую цену (ставки денежного рынка до 1998 года даже в реальном исчислении, то есть очищенные от инфляции, иногда приближались к 100%). Их окупаемость по такой цене можно было обеспечить только на краткосрочных операциях финансового рынка, делая их недоступными для большей части реальной экономики. К середине 1998 года при денежной массе M2 около 370 млрд рублей объем рынка ГКО составлял свыше 300 млрд рублей. Поэтому, когда говорят, что на деньги не было спроса, забывают про ту цену, по которой эти деньги можно было получить. А в тех случаях, когда они и могли инвестироваться, это тормозилось отсутствием адекватных механизмов, обеспечивающих их возвратность и снижение кредитных рисков.

Иногда приводят довод, что даже те свободные средства, которыми располагают банки, не направляются на инвестиции. Действительно, значительные суммы, доходящие в отдельные периоды до 80-100 млрд рублей, хранятся коммерческими банками на депозитах в Банке России. Однако в масштабах всей экономики это платежный оборот всего лишь за четыре-пять дней, так что значение этих ресурсов не следует преувеличивать. Более того, это в первую очередь либо "короткие" деньги, которые не могут быть отвлечены на длительные сроки, либо средства, являющиеся по сути транзитными, то есть поступившими от клиентов на оплату и временно размещенные банком на депозит до срока исполнения поручения. Использование для инвестиций хотя бы части таких средств (например, в рамках статистически неснижаемого остатка) возможно лишь при обеспечении соответствующими механизмами пополнения ликвидности, скажем со стороны ЦБ, и гарантий - чтобы по первому требованию клиентов предоставить принадлежащие им ресурсы.

Поэтому утверждения о том, что отмечается перенакопление ликвидности, показывают лишь небольшой аспект проблемы. Она гораздо более объемна и связана с

выработкой и использованием рычагов экономической политики, способствующей формированию капитальной базы и эффективному управлению финансовыми потоками.

Механизмы формирования финансовых ресурсов

Капитальная база закладывает основу формирования и последующего расширения финансовых ресурсов в экономике. Масштабы капитальной базы отражаются на масштабах денежного, фондового, валютного и иных рынков. При определенных условиях и использовании необходимых финансовых инструментов залогового и иного характера ресурсы могут привлекаться под обеспечение широким кругом активов - от недвижимости до полезных ископаемых и даже будущих поступлений от экономических операций. При этом, однако, инвестора должны устраивать многие компоненты сделки - доходность, риски, качество залога, ликвидность соответствующих рынков и многое другое. Поэтому потенциально, по мере освоения и развития всех наших природных, промышленных и иных активов, такое развитие должно сопровождаться соответствующим финансовым обеспечением.

Очевидно: рост экономики предполагает, что для его реализации она должна получать дополнительные ресурсы. Причем они должны авансироваться экономике, то есть 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. Роль экономических властей в формировании этих процессов в развитых странах - решающая. Статистика показывает, что ведущие страны осуществляют постоянную эмиссию национальной валюты, обеспечивающую рост финансовых ресурсов. И в качестве главного канала такого роста, через который сформированные ресурсы направляются в экономику, как правило, выбираются бюджетные механизмы. В России же профицит бюджета не реинвестируется в экономику, а, по сути, из нее выводится, будучи использованным на погашение внешнего долга. Соответственно, о прямой поддерживающей или стимулирующей роли бюджета речи идти не может. Если часть того, что зарабатывает экономика, не реинвестируется, то сокращается основа самофинансирования экономического роста, и он ставится в большую зависимость от привлечения ресурсов извне.

Обеспечение экономики необходимыми финансовыми ресурсами не означает механического накачивания ее деньгами, в первую очередь, это создание условий, необходимых для того, чтобы деньги начали работать в экономике.

Создание "первичных" денег

Денежная база является показателем, отражающим величину всей накопленной эмиссии национальной валюты, которая имеется в настоящее время, в том числе и за пределами национальной экономики. Сначала национальный банк эмитирует валюту под покупку различных активов (иностранной валюты, государственных бумаг и так далее), а затем эти деньги идут в экономику, мультиплицируются и превращаются в соответствующие агрегаты денежной массы. Денежная база - это та первооснова, на которой зиждется вся национальная финансовая система любой страны. И от того, каковы приоритеты и инструменты, используемые национальным банком, зависит и характер экономического развития.

Первичное формирование ресурсов может опираться на два базовых источника - внутренний и внешний.

На протяжении последних лет в документах Банка России говорится, что механизмы расширения ликвидности с участием ЦБ будут опираться на приток валюты, и основным источником увеличения денежного предложения продолжает оставаться покупка Центробанком иностранной валюты. По сути, речь идет об использовании принципов так называемого золотодевизного стандарта, от которых ведущие страны были вынуждены отказаться еще в 1971 году.

Как следует из балансов центральных банков ведущих государств, денежная база во многих случаях не покрывается официальными золотовалютными резервами, поскольку основной мотивировкой эмиссии являются внутриэкономические задачи. При этом для российского рубля покрытие денежной базы золотовалютными резервами составляло в конце 2002 года свыше 160%

Привязка к другой валюте является основой так называемого валютного правления (currency board), предполагающего внешнее управление эмиссией. Подобные подходы применяются в небольших экономиках, бывших колониях, странах, где нет своего центрального банка, или государствах, для которых такой внешний эмиссионный центр - основной экономической партнер, с которым они, по сути, образуют единое экономическое пространство. Да и там, как показали события в Аргентине, это не привело

к положительному результату. Более того, серьезным отрицательным последствием названного подхода, как указывается, в частности, в исследованиях МВФ, является утрата центральными банками таких стран основных рычагов денежно-кредитной политики. Их центральные банки фактически перестают выполнять свои основные функции, полностью связывая свою денежно-кредитную политику с денежно-кредитной политикой страны-метрополии.

Конечно, дополнительное обеспечение рублевой массы валютой выступает в целом стабилизирующим фактором. При этом, однако, мы ставим все внутренние процессы (экономический рост, инвестиции) в очень сильную зависимость от конъюнктуры внешнего рынка и от тех условий, которые выдвигаются международным кредиторами. Кроме того, это консервирует сырьевую ориентацию экспорта.

Когда не применяются основные рычаги формирования внутренних ресурсов со стороны экономических властей, сам бизнес может фактически использовать только внешнюю сферу для роста финансовых ресурсов в целом.

Поэтому развитие фондовых рынков, секьюритизация различных активов важны, но на внутреннем рынке они будут упираться в те же финансовые ограничения. Даже если какие-то бумаги и будут размещены среди внутренних инвесторов, для экономики в целом это будет означать лишь перераспределение одних и тех же ресурсов между разными владельцами. Прироста ресурсов, необходимого для финансирования роста экономики, это не обеспечит. И только выход на внешние рынки данные ограничения смягчит. Получается, что экономика вынуждена подстраиваться под внешнее финансирование (кредиты, экспорт), как под фактически единственный канал увеличения денег.

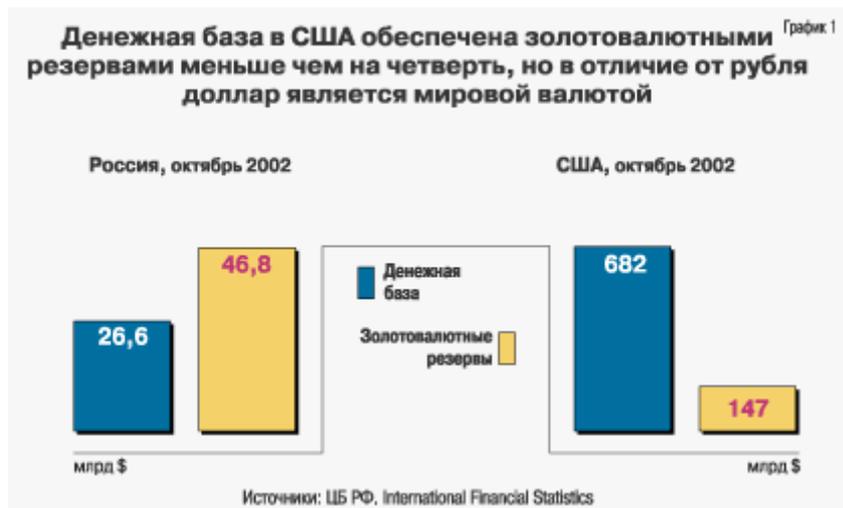
Упор на внешние ресурсы для расширения внутренней ликвидности и обеспечения экономического роста тем более не бесспорен с учетом возможного ухудшения международной конъюнктуры и, значит, снижения валютных поступлений.

Очевидно, при формировании ресурсной базы экономики и финансировании экономического роста следует делать основной упор на внутренние механизмы капитализации. Мы строим рублевую, а не долларовую экономику, и в руках нашего Центрального банка находятся рычаги регулирования и управления национальной валютой. В такой стратегически важной сфере российской экономики, как финансы, ключевые позиции должен занимать национальный бизнес.

Как создать капитальную базу

При этом именно национальные денежные власти в лице ЦБ и минфина в ведущих странах являются той институциональной базой, которая формирует основы финансовых ресурсов в экономике.

Как следует из балансов центральных банков наиболее развитых стран, формирование денежной базы и в США, и в Японии почти на 80% складывается за счет бюджетно-эмиссионных механизмов. Другими словами, около 80% всех долларов и иен, которые имеются в настоящее время в мире, в момент своего возникновения были эмитированы на цели финансирования различных бюджетных программ. Так, по данным ФРС, при величине денежной базы доллара около 700 млрд (октябрь 2002 года) на государственные казначейские облигации, находящиеся на балансе Центрального банка США, приходилось примерно 600 млрд долларов. Аналогичная картина отмечается в японском ЦБ (см. [график 1](#) и [график 2](#)).



Таким образом, у истоков денежных систем этих стран находятся национальные денежные власти, использовавшие сугубо внутренние механизмы капитализации. И именно бюджетные механизмы играют там активную роль в экономической политике. Бюджетные приоритеты являются решающими при формировании ресурсов в экономике. Бюджет является тем механизмом, через который формируется первичная структура финансовых потоков. Денежные власти полностью замыкают на себе и контролируют формирование ресурсной базы, опираясь при этом на сугубо внутренние, эмиссионно-бюджетные рычаги, что позволяет проводить автономную экономическую политику в соответствии с национальными приоритетами.

Важно, что при проведении такой политики ресурсы направляются в первую очередь в те сферы и на те нужды, которые влияют на характер экономического развития и дают сигнал рынку относительно общего характера экономических целей и задач. Более того, именно через указанные механизмы решается задача формирования "длинных" ресурсов, необходимых для обеспечения долгосрочного экономического роста.

Как показывают балансы Банка Японии и ФРС США, в их портфелях госбумаг основная часть приходится именно на "длинные" инструменты (более 40% денежной базы доллара и более 50% денежной базы иены сформированы на основе долгосрочных бюджетных инструментов).

Следовательно, экономика изначально получает существенный инвестиционный потенциал, который мультиплицируется по мере подключения к работе с "длинными" проектами частного сектора (субподрядчиков и так далее). И именно денежные власти закладывают основы "длинных" финансовых ресурсов в экономике.

Справка

Существовавшие до 1971 года механизмы Бреттон-Вудса предполагали, в частности, обеспечение долларовой массы соответствующими золотыми резервами, а также обмен долларов на золото. Когда ряд стран, в первую очередь Великобритания и Франция, решили воспользоваться этим правом и предъявили свои доллары для обмена на золото, то эти требования не могли быть удовлетворены Соединенными Штатами, поскольку более 70% долларов не имели золотого обеспечения. Тогда мировая экономика столкнулась с крупномасштабным дефолтом, который заставил отменить "золотодевизный стандарт".

Кроме того, широко распространена практика рефинансирования, способствующая большей эффективности управления ресурсами. Активно используются рычаги снижения процентных ставок для того, чтобы сделать ресурсы более доступными для участников рынка. Напомним, что с 2001 года ФРС США уже 12 раз снижала процентные ставки, которые достигают в настоящее время уровня 1,25% - самого низкого показателя за 40 с лишним лет. Более того, такая ставка даже ниже американских темпов инфляции и сохраняется на этом уровне уже больше полугода.

Что важно для России

Очевидно, что без активной денежно-кредитной и бюджетной политики решение проблем формирования капитальной базы и стимулирования экономического роста и инвестиций будет носить фрагментарный характер.

Эффективное использование фискальных и денежно-кредитных рычагов в их взаимоувязке - то, что в мировой макроэкономике называют *policy mix* ("смешанная политика"), - это основа основ экономической политики ведущих стран.

У нас даже при имеющихся финансовых ресурсах можно и нужно облегчить их доступ к экономике. Так, необходимо принимать меры, способствующие мультиплицированию ресурсов в экономике (когда один рубль превращается в итоге в несколько рублей). Для этого существует целый ряд прямых и косвенных инструментов. Один из них - снижение нормы резервирования по ресурсам коммерческих банков. Она сейчас составляет 7-10% (то есть на такую величину ресурсы иммобилизуются и изымаются из экономики), тогда как в целом ряде ведущих стран (США, Великобритания, ЕС) по значительному объему ресурсов вообще не применяется или применяется минимальное резервирование (2-4%), что существенно увеличивает возможности для роста ресурсов.

Уменьшить долю наличных денег в экономике (она сейчас составляет 30% агрегата денежной массы M2) важно также потому, что наличные деньги не могут "саморасширяться", поэтому актуальны и меры по дедолларизации экономики. Это в значительной степени обусловлено и экономическим положением, и политикой валютного курса. Когда рынок поймет, что рубль не будет искусственно и существенно девальвироваться (рост резервов ЦБ говорит о том, что он проводит интервенции в

поддержку доллара) и бОльшую роль в курсообразовании начнут играть рыночные факторы, это может принципиально изменить картину на валютном рынке. Уже отмечаются примеры, когда участники рынка, уловив тенденцию по укреплению рубля, начинают перестраивать структуру своих портфелей, уходя из долларов в рубли. При наличии рублевых инструментов и возможностей это значительно повысит привлекательность национальной валюты и расширит возможности для инвестиций и роста финансовых ресурсов. Сейчас российский бизнес серьезно рассматривает возможности инвестиций в долгосрочные государственные инструменты. Это естественно расширит долгосрочную основу денежных ресурсов в экономике. Но для того, чтобы эти ресурсы в конечном итоге вновь не вернулись на валютный рынок или не ушли из экономики, попав на депозиты ЦБ, денежные власти должны проводить такую процентную и валютную политику, чтобы участникам рынка эти возможности были менее интересны, чем другие виды операций.

Для придания первичного импульса инвестиционному процессу необходимо активное использование механизма государственных гарантий - именно так делают все ведущие страны.

Когда нужно, экономические власти приходят на помощь экономике, используя все свои экономические рычаги.

Это особенно важно в условиях интеграции России в мировую экономику: когда наши и без того более сильные конкуренты еще и опираются на мощь своих государств, то опора только формирующегося российского бизнеса на собственные силы предопределяет исход такой конкуренции.

При этом нужно отдавать себе отчет в очевидных вещах: в том, что для экономического роста необходим рост финансовых ресурсов, что объем этих ресурсов в мире постоянно возрастает и что источником их возникновения в ведущих странах являются монетарные власти.

Нужно открыто и взвешенно, не пряча голову в песок, взглянуть на бюджетные рычаги. Разумное увеличение государственных расходов, направляемых на экономически оправданные цели, может быть вполне приемлемым. И в ЕС, и в США, и в Японии практически постоянно наблюдается превышение расходов над доходами бюджета, посредством чего решаются и первоочередные задачи, без которых экономика не может существовать, и формируются дополнительные финансовые ресурсы. При этом широко используются механизмы управления самими финансовыми потоками, где методами как

поощрения, так и принуждения обеспечивается сбалансированный характер их движения (в том числе с учетом региональных, отраслевых и иных задач).

Все это должно дополняться использованием налоговых рычагов. Разумное и постепенное снижение налогов в увязке с уже упоминавшимися мерами должно создать серьезные стимулы для повышения экономической активности.