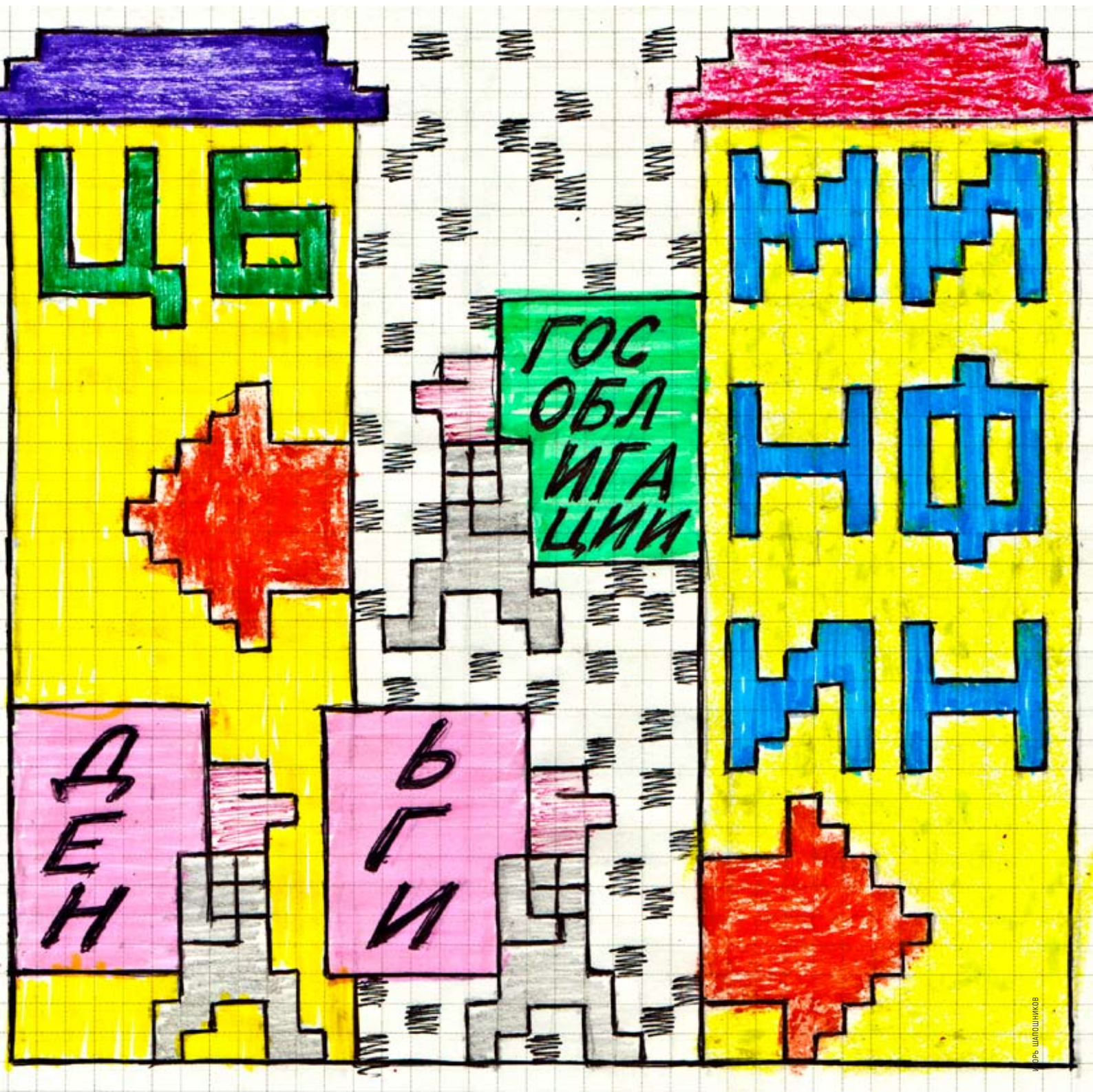


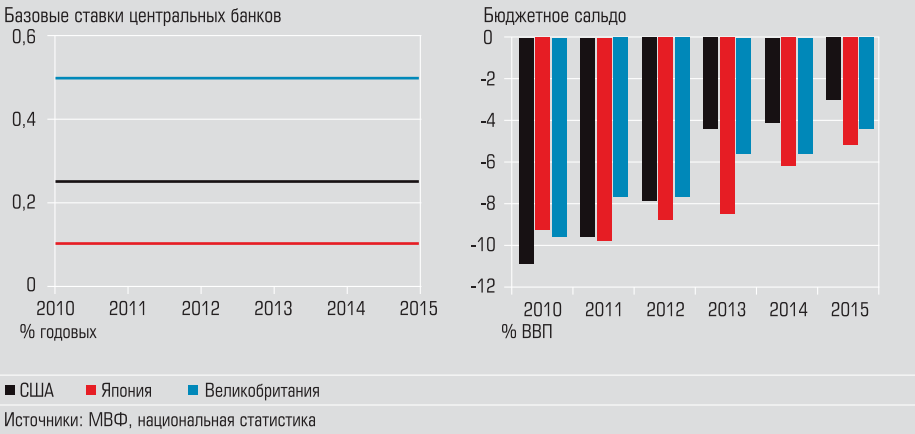
Михаил Ершов* Тайны бюджетной эмиссии

Покупка госбумаг центральным банком способствует сохранению ликвидности на рынке, расширению рынка госбумаг и направлению средств на реализацию приоритетных для экономики проектов



Денежные власти ведущих стран поддерживали базовые ставки на сверхнизком уровне, несмотря на сохранение значительных дефицитов бюджета

График 1



Бюджетный дефицит, который складывается в российской экономике, будет означать ужесточение денежно-кредитных и бюджетных подходов. Минфин России планирует сокращение расходов госбюджета на ближайшие три года, что очевидно станет тормозом для экономического роста. По справедливым оценкам Банка России, «важным фактором формирования совокупного спроса в течение прогнозного периода будет бюджетная политика»**. И жесткие бюджетные подходы, естественно, будут ограничивать совокупный спрос, тормозя экономический рост.

Бюджетную жесткость могли бы смягчить меры в денежно-кредитной сфере, однако монетарные факторы тоже жесткие, а смягчение их, по мнению ЦБ РФ, невозможно из-за наличия бюджетных проблем: «чем выше дефицит, тем жестче денежно-кредитная политика» и «...когда мы видим дефицит бюджета, финансирование через резервные фонды, избыток ликвидности, ЦБ должен либо абсорби-

ровать эту ликвидность, либо держать высокие процентные ставки.

Однако во многих ведущих экономиках мира наблюдается прямо обратная картина: устойчивый бюджетный дефицит существует с минимальными значениями процентных ставок (гр. 1). Последнее предпринимается с целью создания более благоприятных условий для участников экономики, обеспечивая тем самым дополнительные возможности для экономического роста.

Даже по мнению МВФ, «крайне важно избежать преждевременного изъятия монетарной помощи». Мировой банк также указывает, что «жесткая фискальная и денежно-кредитная политика давят на экономический рост»*** в российской экономике.

К негативным последствиям для экономического роста РФ могут привести и предпринимаемые в последние месяцы попытки регуляторов по перераспределению средств в рамках имеющегося бюджета из одних отраслей в другие (как это имело место, в частности, в случае повы-

Программа заимствований Минфина на внутреннем рынке крайне амбициозна

График 2



шения налогообложения отраслей ТЭК). Это, по сути, предполагает решение проблем менее успешных отраслей за счет более успешных.

ЦБ как покупатель госбумаг

Финансировать дефицит бюджета планируется во многом за счет размещения государственных ценных бумаг. Главным источником размещения будет внутренний финансовый рынок, что означает вероятность оттягивания с него средств на цели финансирования бюджета (гр. 2). Это негативно отразится на ситуации с ликвидностью и, по сути, будет способствовать вытеснению с финансового рынка средств частного сектора средствами госсектора. Это явление в международной практике известно как «эффект вытеснения» — crowding out, когда бюджет оттягивает на себя деньги частного сектора, сжимая тем самым возможности роста последнего.

Однако проблема финансирования дефицита может эффективно решаться без ущерба для экономики — это практикуется в зрелых финансовых системах, которые часто сталкиваются с проблемами стимулирования роста в условиях бюджетного дефицита. Там активно используются бюджетные механизмы с опорой на целевое финансирование экономического роста

МЫ ПРЕДОСТАВЛЯЕМ СЛЕДУЮЩИЕ УСЛУГИ :

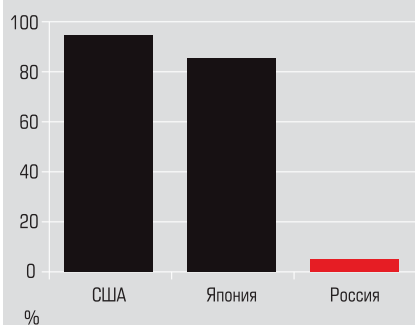
ТРАНСПОРТНО-ЛОГИСТИЧЕСКИЕ РЕШЕНИЯ ДЛЯ ВСЕХ СФЕР БИЗНЕСА
ДОСТАВКА ГРУЗОВ ЛЮБОГО ВЕСА «ОТ ДВЕРИ ДО ДВЕРИ»
СРОЧНАЯ ДОСТАВКА ДОКУМЕНТОВ
ЭКСПЕДИРОВАНИЕ И СТРАХОВАНИЕ ГРУЗОВ
СКЛАДСКОЕ ХРАНЕНИЕ И ПУНКТЫ САМОВЫВОЗА

ПК экспресс
ТЕЛ./ФАКС +7 (495) 989-96-65
WWW.SALESPE.RU WWW.DOCPE.RU



Доля госбумаг в денежной эмиссии в России крайне незначительна, в отличие от США и Японии

График 3

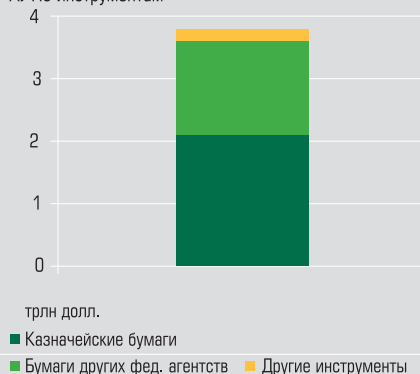


Источник: центральные банки соответствующих стран

Структура денежной базы доллара США (июнь 2016 года)

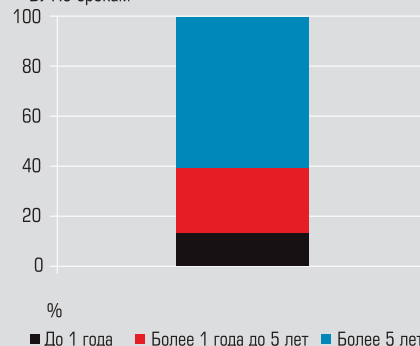
График 4

А) По инструментам



Источник: ФРС США

Б) По срокам



Источник: ФРС США

Даже в конце 1990-х, когда бюджет США был профицитным, объем госбумаг на балансе ФРС не уменьшался, чтобы избежать негативных последствий изъятия ресурсов из экономики

и направление ресурсов на бюджетные и иные приоритеты. Это обеспечивается путем покупки национальным центральным банком государственных ценных бумаг, выпущенных своим минфином.

В частности, в США и Японии на госбумаги приходится 80–90% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты. То есть все деньги, которые находятся в обращении у этих государств, на 90% были эмитированы подбюджетные приоритеты (гр. 3). Причем часто это длинная и сверхдлинная эмиссия, до 30–40 лет (гр. 4). Для сравнения: доля российских госбумаг в эмиссии рубля по итогам 2015 года составляет менее 5%.

До 1981 года в США центральный банк (ФРС) напрямую покупал бумаги у минфина (казначейства). Позднее это стало делаться через уполномоченные банки. Однако это не поменяло общего механизма, поскольку не имеет принципиального значения, осуществлена такая покупка за один шаг или за несколько. Принципиально то, что эмитент бумаг — казначейство — получает за них доллары, эмитированные ФРС, а сама ФРС в обмен на доллары получает бумаги, тем самым замыкая такой обмен. Интересно, что даже в тех случаях, когда отмечался профицит бюджета (как это было, в частности, в США в конце 1990-х), объем госбумаг на балансе ФРС не умень-

шался (хотя потребность финансирования бюджета формально сокращалась и объем госбумаг в экономике можно было бы сократить). Сохранение прежнего объема бумаг на балансе ФРС делалось для того, чтобы избежать негативных последствий изъятия из экономики ресурсов, которые там уже нормально работают.

Покупка госбумаг центральным банком способствует сохранению ликвидности на рынке, расширению рынка госбумаг, направлению средств на реализацию приоритетных для экономики проектов. Это также не приводит к росту процентных ставок. При этом купленные центральным банком бумаги хранятся у него в течение всего срока их действия, а не поступают на рынок и не оттягивают оттуда деньги. Аэмитированные деньги весь срок работают в экономике. Причем когда срок бумаг истекает, то при необходимости операция повторяется, что делает длинные деньги бессрочными.

В результате преобладает ситуация, когда монетарные власти (центральный банк и минфин) формируют мощный пласт целевых длинных денег в соответствии с приоритетами экономической политики (ипотека, малый бизнес, региональные программы и т. д.).

Центральный банк, по сути, дает долгосрочный кредит экономике, а экономика, таким образом, изначально получает существенный инвестиционный потенциал, который мультиплицируется по мере

подключения частного сектора к работе с длинными проектами. Более того, целевая эмиссия позволяет направлять финансовые ресурсы в приоритетные сферы, что насыщает их ресурсами и снижает там процентные ставки. Это удалось реализовать, в частности, в США, где вследствие использования подобных механизмов (так называемой программы Operation TWIST) ставки по ипотечным займам снизились с 7–8 до 3–4%, а рынок жилья постепенно стал расти.

Аналогично, говоря о подобных подходах в японской экономике, МВФ указывал, что «либерализация денежно-кредитной политики и бюджетные стимулы позволили Японии добиться впечатляющего оживления (выделено нами. — М. Е.) экономической активности»*.

Подобная политика финансирования дефицита в развитых странах, приводя к снижению уровня процентных ставок (сейчас они достигли уровня ниже инфляции), в итоге делает обслуживание бюджета и госдолга более дешевым.

То есть в развитых экономиках и осуществляется бессрочная эмиссия, и устанавливаются минимальные ставки. А возможности решения бюджетных проблем в результате существенно расширяются.

Российские регуляторы тоже приходят к пониманию необходимости и дефицита бюджета, и финансирования его посредством госбумаг, и даже использования длинных госбумаг (до 30 лет). Однако главные механизмы, предполагающие участие ЦБ в качестве покупателя таких бумаг, в российских условиях по разным (и не всегда понятным) причинам не используются.

Это означает, что и с точки зрения расширения потенциала бюджета, и в плане формирования длинных денег, и стимулирования экономического роста у нас есть скрытые и пока неиспользуемые механизмы. Причем без ущерба для отдельных отраслей и без торможения экономического роста. И их нужно серьезно рассмотреть.

*IMF Survey: Global Growth Patterns Shifting. October, 2013.