

## ЦБ должен пойти навстречу Минфину ради финансирования экономического роста

*Во многих странах именно центробанки являются основными покупателями гособлигаций*

Михаил Ершов, Институт энергетике и финансов, Финансовый университет при правительстве РФ

**Ведомости, 19.11.2020**

[https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2020/11/18/847499-tsb-dolzhen?utm\\_campaign=newspaper\\_19\\_11\\_2020&utm\\_medium=email&utm\\_source=vedomosti](https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2020/11/18/847499-tsb-dolzhen?utm_campaign=newspaper_19_11_2020&utm_medium=email&utm_source=vedomosti)

В Госдуме обсуждается проект бюджета на 2021–2023 гг. Бюджет трудный – высокая неопределенность и риски, вероятно стагнация и новые волны коронавируса. И хотя тотального локдауна, возможно, удастся избежать, ограничение экономической активности, очевидно, затормозит экономический рост и повлияет на параметры бюджета. А они и так неважные.

В 2020 г. и в ближайшие три года бюджет будет дефицитным. Это нормально, особенно для кризисных условий. Но объем дефицита будет сокращаться – с 4,4% ВВП в 2020 г. до 1% ВВП в 2023 г. Уменьшение дефицита в условиях экономической стагнации, ограничивающей рост доходов, означает сокращение финансирования и сужение возможностей для развития. Ведь даже на микроуровне, для того чтобы произвести продукцию и получить прибыль, сначала необходимо купить сырье, нанять рабочих, арендовать помещение и т. д., т. е. изначально потратить деньги, создать дефицит. И лишь после реализации продукции он будет покрыт доходом, обеспечивая рост. В этом смысле текущий дефицит – это, по сути, вложения в будущий экономический рост.

Планируется, что дефицит бюджета будет финансироваться за счет увеличения госдолга, преимущественно внутреннего – его доля превысит 80% в общем объеме. В целом объем госдолга возрастет с 12,3% ВВП в 2019 г. до 21,4% к 2024 г.

Государственные долговые облигации – важный механизм финансирования бюджета. Их размещение расширяет финансовый рынок, увеличивает его диверсификацию, снижает ставки, обеспечивая инвесторам относительно безрисковый доход. Вместе с тем масштабные размещения гособлигаций на внутреннем рынке (их ежегодные объемы будут в разы больше, чем до пандемии) оттянут на себя ликвидность. В частности, вложения в гособлигации со стороны банковского сектора, основного покупателя госдолга, сократят ресурсы банков,

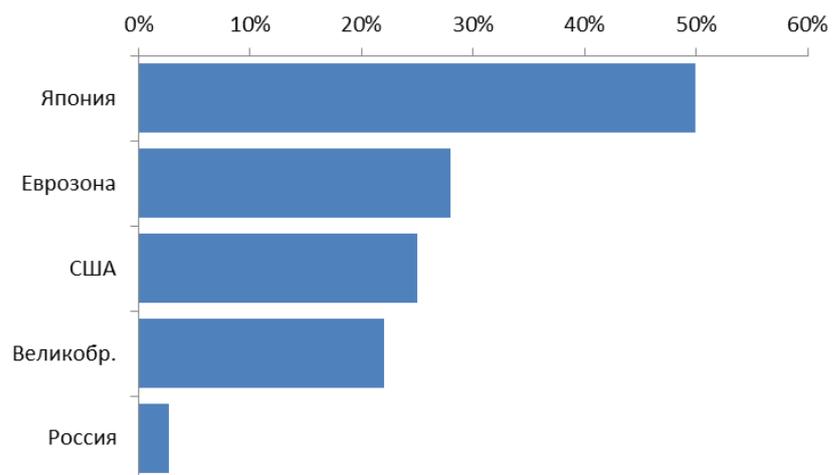
которые могли бы быть направлены на кредитование реального сектора. Также затруднится и размещение корпоративных облигаций, что сузит для частного сектора источники фондирования. Поэтому очень важно, насколько в финансировании госдолга примет участие Банк России, а он, в свою очередь, заявил, что не планирует покупок ОФЗ.

В то же время во многих странах именно центральные банки являются основными покупателями гособлигаций своих минфинов, что обеспечивает поступление целевой ликвидности в экономику. Например, в Японии 50% всех выпущенных государственных бумаг находится на балансе Банка Японии (около 470 трлн иен из их общего объема более чем в 900 трлн иен). В США из \$20 трлн казначейских облигаций почти 20% (около \$4 трлн) находятся на балансе ФРС. В еврозоне и Великобритании объем национальных гособлигаций на балансах их центральных банков составляет не менее 20–30%. В условиях кризиса такие подходы стали применяться и в других странах – в Венгрии, Польше, Чехии и др.

Таким образом, речь в этих странах идет о принципиально иных механизмах финансирования бюджета и экономического роста. Покупка центробанками национальных гособлигаций в значительной степени снимает с госбюджета проблемы по его оптимизации и поиску источников средств. Это дает возможность не повышать налоговую нагрузку на экономику, что крайне важно, особенно при выходе из кризиса. Более того, это позволяет компаниям и экономике в целом сохранить свои ресурсы. По сути, речь идет о целевом кредите со стороны центрального банка минфину на цели бюджетных расходов. Более того, почти вся (до 80–90%) эмиссия национальных валют в ведущих странах именно так и осуществляется. А учитывая, что госбумаги часто длинные (до 30–40 лет), это еще и важный источник обеспечения экономики длинными деньгами. Как раз поэтому почти все ведущие экономики охотно сохраняют бюджетные дефициты (за последние 44 года в США дефицит был 41 год, в Великобритании – 38 лет). В результате везде суммарный рост ВВП был выше, чем суммарный размер дефицита.

В российский бюджет продолжают вноситься поправки, которые перенаправляют средства на поддержку промышленности и других приоритетных направлений. Однако общий объем расходов при этом не повышается. При этом повышаются некоторые налоги (например, НДС для металлургов), что сужает возможности для роста компаний. Между тем подход, когда гособлигации покупаются национальным центробанком, позволяет обеспечивать рост для всех, а не рост одних направлений за счет других.

### Доля центральных банков в гособлигациях, %



Источник: данные автора.