

Ершов Михаил Владимирович — доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов.
lupandina@fief.ru

Mikhail V. Ershov — Financial University under the Government of the Russian Federation; Institute for Energy and Finance.

Как финансировать новые госрасходы: возможные механизмы в условиях санкций



Санкции 2022 г. принципиально изменили условия функционирования российской экономики. Если раньше (фактически с 1992 г.) мы развивались главным образом за счет внешней сферы — экспортной выручки, внешних займов — то теперь такие возможности для нас существенно сокращаются и на первый план выходит внутренний рынок как важный источник нашего развития. Это в свою очередь означает, что меняются механизмы и стимулы, которые необходимы для нашего роста. Среди них:

- более прочный внутренний спрос;
- длинные деньги;
- низкие процентные ставки;
- больше ликвидности в экономике;
- стабильный и необесценивающийся курс рубля.

Многие из них были актуальны и раньше (например, длинные деньги или низкие процентные ставки). Но раньше российские участники эконо-

Научная статья

УДК: 336.5

DOI: 10.33917/es-6.186.2022.26-29

Для цитирования: Ершов М.В. Как финансировать новые госрасходы: возможные механизмы в условиях санкций // Экономические стратегии. 2022. № 6 (186). С. 26–29. DOI: <https://doi.org/10.33917/es-6.186.2022.26-29>

Санкции против РФ способствовали формированию принципиально новых условий функционирования российской экономики. Это ставит новые задачи, для решения которых требуется повышение государственных расходов.

Представляется, что у российских регуляторов есть неиспользованные механизмы, применение которых обеспечит экономику новыми деньгами, не усложняя при этом положение других отраслей. В статье предложены механизмы, которые выдвигают на первый план внутренние источники формирования ликвидности для экономики. В условиях санкций они также повышают независимость денежно-кредитной политики от внешних ограничений.

Ключевые слова

Санкции, гособлигации, ликвидность, центральный банк, минфин.

мики могли использовать внешнюю сферу, чтобы найти альтернативу при отсутствии внутренних возможностей. А теперь внешняя сфера в значительной степени закрывается.

В условиях ужесточения санкций возникают новые задачи, решение которых потребует дополнительного финансирования. Актуальными остаются вопросы, касающиеся механизмов финансирования. Представляется, что такие механизмы у нас есть.

Имеющиеся золотовалютные резервы, которые после заморозки составляют около 300 млрд долл., могут служить источниками дополнительных государственных расходов.

Также кроме использования части средств из ФНБ предлагается повышение налогов, в первую очередь на экспорт газа и нефти. Однако эта мера представляется небесспорной, так как она затормозит развитие отраслей, сократит поступление валюты в страну и ограничит рост экономики РФ в целом.

При этом, на наш взгляд, российские регуляторы располагают необходимыми рычагами (кроме повышения налогов), которые позволили бы финансировать новые госрасходы даже в условиях санкционных ограничений. Для стимулирования роста экономики сейчас такие подходы активно используются в других странах. Но в РФ эти рычаги не применяются.

Многие центральные банки активно покупают гособлигации своих минфинов, обеспечивая тем самым необходимые расходы национальных бюджетов. Как следует из *рис. 1*, 50% гособлигаций Польши куплено и находится на балансе ЦБ Польши; 20–45% масштабных рынков госдолга Японии и США находятся на балансах Банка Японии и ФРС соответственно. В США более 8 трлн долл. бумаг

госдолга и находится на балансе ФРС госагентств США, что составляет более 25% всего объема федерального госдолга. Соответствующие показатели по многим другим странам приведены на *рис. 1*.

Можно было бы начать размещать гособлигации на вторичном рынке, но это будет сопряжено с тем, что будут оттягиваться деньги из других секторов экономики (явление, получившее название *crowding out*), создавая там проблемы.

Новые проекты требуют новых денег. Причем для обеспечения сбалансированного экономического роста важно не создавать трудности для других сфер экономики. Схема, при которой центробанк покупает свои национальные гособлигации, дает возможность эту цель достичь. Такой подход позволяет экономике получить новые финансовые ресурсы, так как когда центральные банки покупают госбумаги, создаются именно *новые деньги*. Крайне важно, что при таком механизме дополнительное финансирование экономики происходит не за счет других отраслей, то есть не за счет перетягивания их финансовых ресурсов на новые расходы. Кроме того, учитывая, что бумаги часто носят длительный срок, в экономику поступают длинные ресурсы, которые необходимы для долгосрочных инвестиционных проектов.

На основе покупки национальным центробанком своих национальных гособлигаций ведущие страны обеспечивают формирование значительной части ликвидности и государственных расходов. В частности, в США и Японии 85–95% всей эмиссии их национальных валют сформировано посредством таких операций. Указанные подходы помогают этим странам обеспечить низкую зависимость от внешней конъюнктуры и позволяют проводить более независимую денежно-кредитную политику. В России объемы покупок Банком

Research article

For citation: Ershov M.V. Kak finansirovat' novye gosraskhody: vozmozhnye mekhanizmy v usloviyakh sanktsii [How to Finance New Government Spendings: Possible Mechanisms in the Environment of Sanctions]. *Ekonomicheskie strategii*, 2022, no 6 (186), pp. 26–29, available at: DOI: <https://doi.org/10.33917/es-6.186.2022.26-29>

How to Finance New Government Spendings: Possible Mechanisms in the Environment of Sanctions

Sanctions against the Russian Federation have created fundamentally new conditions for the functioning of the Russian economy. This poses new challenges, which require government spendings increase. It appears that Russian regulators have unused mechanisms, the use of which will provide the economy with new money, without complicating the situation of other sectors. The article suggests mechanisms that highlights internal sources of liquidity formation for the economy. In the environment of sanctions, such mechanisms also increase the independence of monetary policy from external constraints.

Keywords

Sanctions, government bonds, liquidity, central bank, ministry of finance.

России российских ОФЗ в формировании денежной базы рубля незначительны (рис. 2). Это усиливает подверженность экономики РФ внешним рискам, так как рублевая ликвидность формируется за счет продажи валютной выручки экспортерами и за счет внешних займов. Такой подход сложился в России еще на заре формирования валютного рынка и с тех пор остается в значительной степени неизменным. Очевидно, что в условиях санкций, которые ограничивают экспорт РФ и закрывают доступ к внешним рынкам, используемые российскими монетарными властями подходы только усиливают санкционные риски.

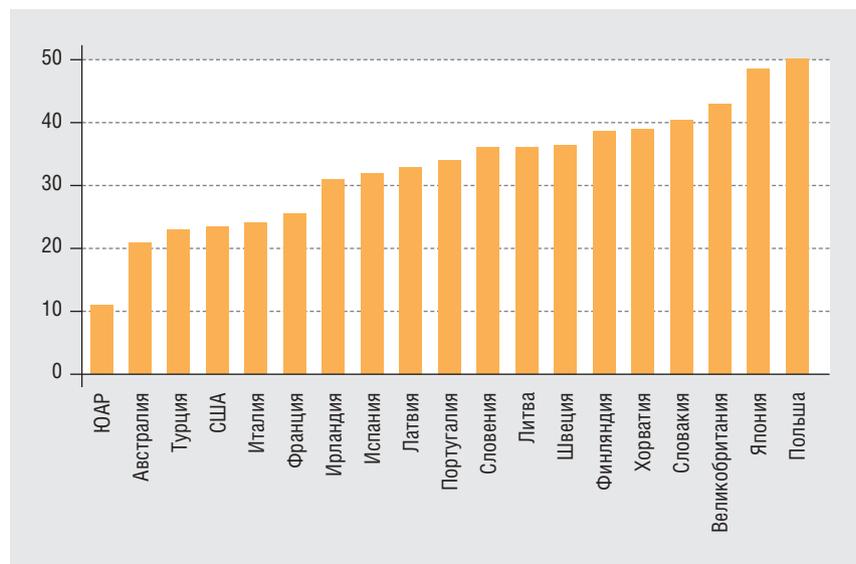
Банк России в марте 2022 г. заявлял о возможности своего участия в операциях покупки ОФЗ, при этом целью таких операций была в основном стабилизация облигационного рынка в период высокой напряженности [1]. Однако после совершения покупки небольшого объема ОФЗ с рынка ушел и покупки более не осуществлял [2].

Часто говорят, что новые деньги будут стимулировать рост инфляции. Однако сам Банк России в 2022 г., похоже, несколько изменил свой подход, подчеркивая, что «государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут вносить вклад в расширение производственного потенциала экономики и изменение ее структуры. В этом случае ускорение экономического роста не будет формировать повышательного давления на инфляцию» [3].

Ранее мы неоднократно обращали внимание на то, что рост денежной массы в РФ не стимулирует инфляцию [4]. Так, в РФ рост денежной массы многие годы был значительно выше, чем темпы инфляции (рис. 3). Суммарный накопленный прирост денежной массы за период 2000–2021 гг. был в 12 раз выше, чем накопленный рост инфляции за тот же период (рис. 4), то есть 100-процентный рост M2 вызовет повышение цен на 8%. При этом, если из инфляции вычесть немонетарный фактор (то есть регулируемые цены и тарифы и др.), на который приходится значительная часть инфляции в РФ, то разрыв между монетарной инфляцией и приростом денежной массы будет еще больше.

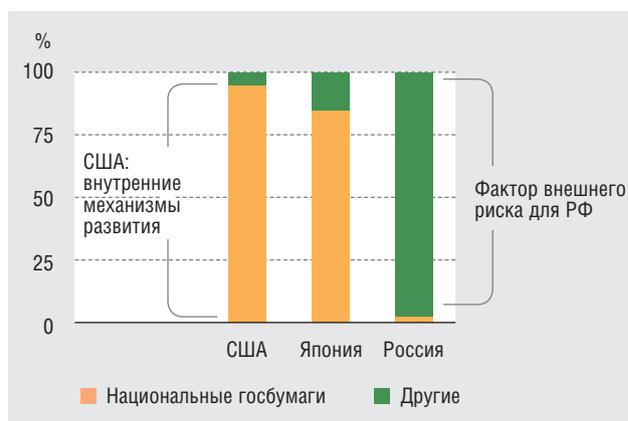
Покупка центробанком национальных гособлигаций также будет способствовать формированию благоприятных условий на внутреннем рынке.

Рисунок 1
Доля национальных гособлигаций у национальных центральных банков, %



Источник: по данным министерств финансов и центральных банков соответствующих стран, ОЭСР

Рисунок 2
Доля национальных госбумаг в эмиссии долл., иены и рублей, %

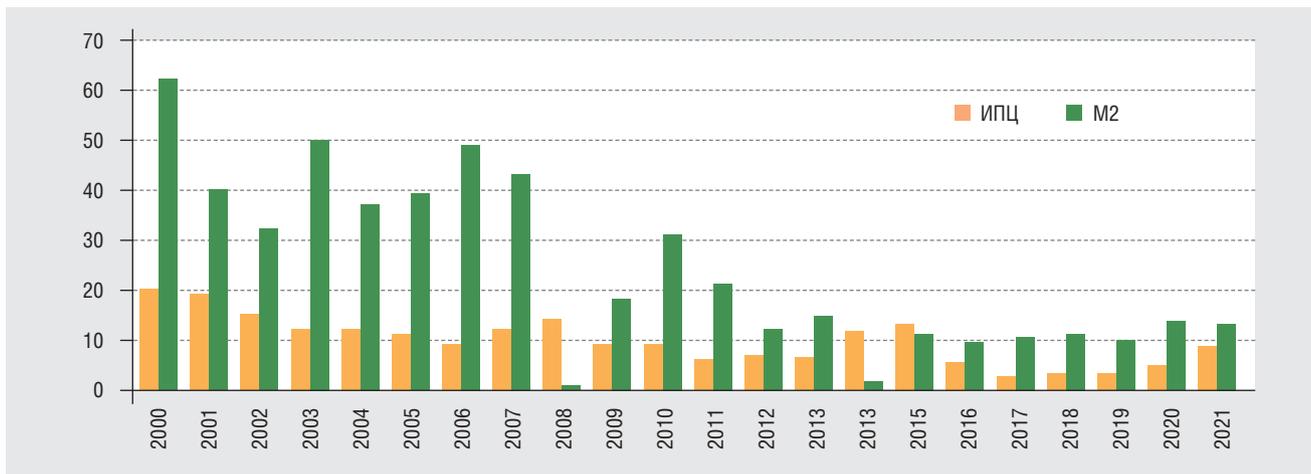


Источник: составлено автором на основе данных соответствующих центральных банков

В частности, будет обеспечиваться увеличение уровня ликвидности на внутреннем рынке, формирование более благоприятных возможностей для снижения процентных ставок, создание необходимого объема длинных денег.

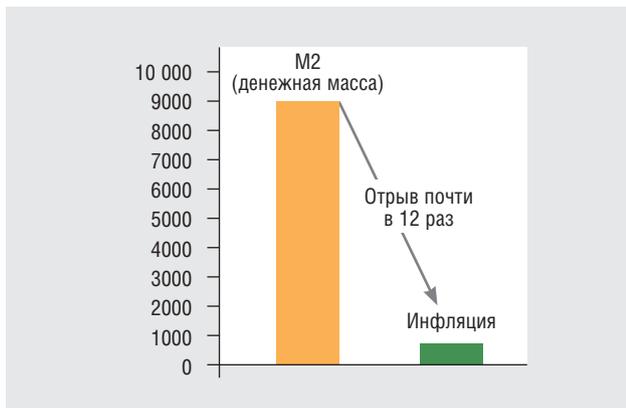
В складывающихся условиях в РФ преимуществом таких подходов будет также то, что они обеспечат возможность расширения госрасходов в короткие сроки. Причем такой подход обеспечит рост расходов более быстрыми темпами, чем в случае повышения налогов. Кроме того, данные подходы не будут ограничивать возможности развития других отраслей, а это крайне важно, учитывая, что энергокомплекс (налогообложение которого плани-

Рисунок 3
Динамика роста денежной массы (M2) (г./г.) и инфляции (дек./дек.), %



Источник: Банк России, Росстат

Рисунок 4
Денежная масса (M2) и инфляция в России: суммарный прирост за 2000–2021 гг., %



Источник: по данным Банка России, Росстата

руется увеличить) будет еще длительный период оставаться в числе ключевых направлений, обеспечивающих рост экономики РФ.

В сложившихся условиях предложенные подходы носят также стратегический характер. Указанные механизмы создают возможности, которые

позволяют развиваться, уменьшая зависимость от мировой конъюнктуры и снижая в итоге эффект санкций.

Они создают прочные возможности развития на внутренней основе, и чем раньше в РФ начнут применять подходы с опорой на внутренние источники роста, тем эффективнее мы сможем снизить риски санкций и реализовать потенциал развития экономики России.

ПЭС 22068

Статья поступила в редакцию 18.10.2022;
принята к публикации 08.11.2022.

Источники

1. Комментарий Банка России по операциям на рынке государственного долга [Электронный ресурс] // Bank of Russia. 2022. 18 марта. URL: <http://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=12763>.
2. ЦБ РФ // Обзор рисков финансовых рынков. 2022. № 2–3(60–61). Февраль–март.
3. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов: Проект от 11 августа 2022 г. [Электронный ресурс] // Банк России. С. 24–25. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2023_2025/
4. Ершов М.В. Какая экономическая политика нужна России в условиях санкций? // Вопросы экономики. 2014. № 12. С. 37–53.

References

1. *Kommentarii Banka Rossii po operatsiyam na rynke gosudarstvennogo dolga* [Bank of Russia's Commentary on Operations in the Government Debt Market]. Bank of Russia, 2022, 18 marta, available at: <http://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=12763>.
2. TsB RF [Central Bank of the Russian Federation]. *Obzor riskov finansovykh rynkov*, 2022, no 2–3(60–61), fevral'-mart.
3. *Bank Rossii. Osnovnye napravleniya edinoi gosudarstvennoi denezhno-kreditnoi politiki na 2023 god i period 2024 i 2025 godov: Proekt ot 11 avgusta 2022 g.* [Bank of Russia. Guidelines for the Single State Monetary Policy for 2023 and the Period of 2024 and 2025: the Draft of August 11, 2022]. Bank Rossii, pp. 24–25, available at: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2023_2025/
4. Ershov M.V. *Kakaya ekonomicheskaya politika nuzhna Rossii v usloviyakh sanktsii?* [What Kind of Economic Policy does Russia Need in the Face of Sanctions?]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no 12, pp. 37–53.