

М. Ершов

д.э.н., старший вице-президент Росбанка

О "ДЛИННЫХ ДЕНЕГАХ" В ПОСТ-КРИЗИСНЫХ УСЛОВИЯХ¹

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.

Всю "новейшую историю" рыночных преобразований, (начиная с 1990-х гг.), проблема "длинных денег" привлекает к себе постоянное внимание. Многочисленные попытки ее решить были обречены на неудачу в условиях, когда экономическая ситуация в стране была нестабильна, когда доверие на рынке было низким, а риски высокими. 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 по использованию "безотзывных вкладов" – такие дискуссии все еще продолжают в настоящее время. На время кризиса стало возможным получение более длинных ресурсов через рефинансирование (потом такая возможность была отменена).

Сейчас делаются усилия по вовлечению в экономику накапливаемых длинных ресурсов пенсионного и страхового характера. Расширяются ресурсы специнститутов, которые в результате получают большие возможности для "длинного финансирования". Однако, несмотря на постоянные усилия, ситуация в системном плане, в масштабе всей экономики, остается нерешенной. А главным источником длинных денег как и раньше остаются международные рынки (хотя во время кризиса и там было получать деньги непросто).

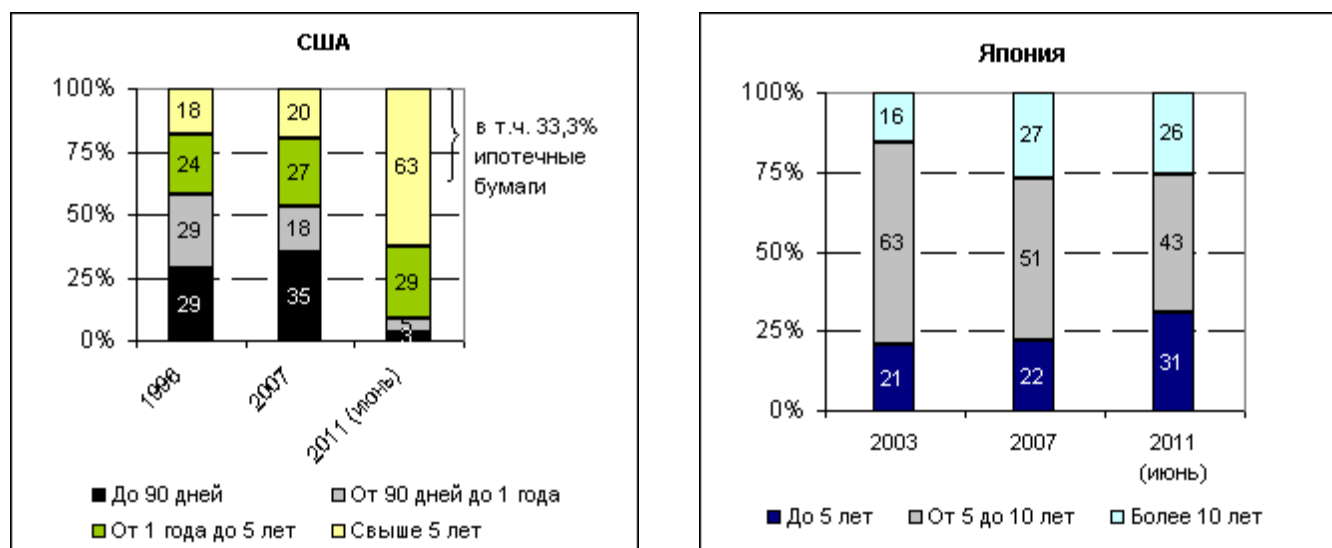
Подходы в развитых странах

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

¹ Статья отражает личное мнение автора.
www.ershovm.ru

самых мощных экономиках мира - в США и Японии - при формировании денежного предложения (денежной базы) основное место занимают длинные бюджетные инструменты, которые эмитируются в целях финансирования бюджетных дефицитов. Эти бумаги покупаются затем центральными банками, размещаясь ими на своих балансах. В экономику как следствие поступают длинные целевые ресурсы. Такая практика устойчиво применяется последние десятилетия².

Рис. 1. Структура денежной базы США и Японии по срокам (%)



Источник: М.Ершов, «Мировой финансовый кризис. Что дальше?». - М.: Экономика, 2011.

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

Это естественно создает более устойчивую долгосрочную основу финансовых ресурсов. Кроме того, данная практика позволяет осуществлять поступление дополнительных ресурсов на рынок не "стихийно" – через "рыночные механизмы", а в соответствии с экономическими приоритетами как ключевыми при формировании денежного предложения. Также возникает возможность более равномерно формировать "очаги" роста и спроса – опять в увязке с задачами экономической политики.

Таким образом, первичным получателем средств 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, то при их дальнейшем движении в экономику (например, по

² Подробнее см.: www.ershovm.ru

цепочке "бюджет-специнституты-рынок"), и даже с учетом постепенного уменьшения длины средств на каждом из таких этапов, в итоге все равно 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.

Укажем, когда центральный банк покупает (пусть и не напрямую), например, десятилетнюю бумагу своего минфина, это фактически означает, что бюджет получил 10-летний кредит. Причем, даже когда срок бумаг истекает, часто может проводиться новая эмиссия, которая вновь покупается центральным банком. Такие операции как правило осуществляются не напрямую, а через разного рода "доверительных посредников", уполномоченные банки и т.д., работающие на вторичном рынке. Такая "опосредованная" практика сути тем не менее не меняет. Не имеет принципиального значения, сделана ли такая покупка за один шаг или за несколько. Принципиально то, что эмитент бумаг – например, Казначейство США (Минфин), получает за них доллары, эмитированные ФРС, а сам ФРС в обмен на доллары получает бумаги, тем самым замыкая такой обмен.

Наконец, еще одно важное обстоятельство. Когда рассматриваются варианты размещения длинных инструментов на **вторичном** рынке, это означает, что эмитент (бюджет или конкретная компания), получив финансирование за свои бумаги, фактически "изымает" эти ресурсы с рынка. Они по сути перетекают от покупателя бумаг к их продавцу. В итоге получается своего рода перераспределительный эффект (а в условиях дефицита ресурсов, некое "латание тришкиного кафтана", где одно финансируется за счет недофинансирования другого). В западной экономической науке это явление получило название "crowding out", и предполагает вытеснение частных инвестиций (откуда ушли деньги на покупку бюджетных бумаг) - бюджетными расходами (для целей которых пришло финансирование из частного сектора).

В практике ведущих центральных банков мира эти проблемы удастся избежать, поскольку покупателем бюджетных бумаг является национальный центральный банк и в результате имеет место не переток ресурсов, а их дополнительное формирование.

Интересно, что даже в тех случаях, отмечался профицит бюджета (как это было, в частности, в США в конце 1990-х г.), объем госбумаг на балансе ФРС тем не менее не уменьшался (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 тех ресурсов, которые там уже нормально работают. Их изъятие означало бы

нарушение хода развития экономических процессов в экономике, которая работала с этими деньгами.

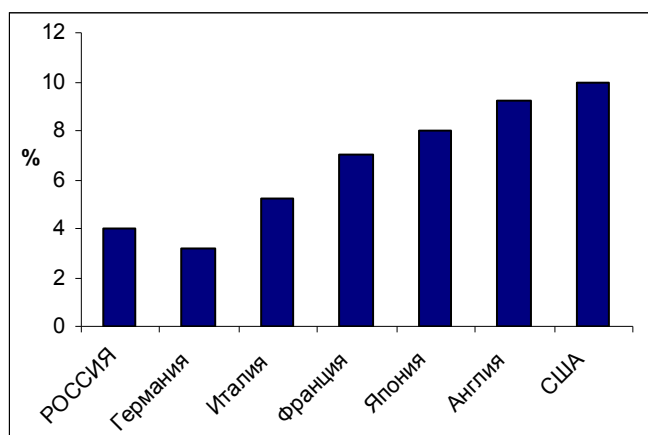
Механизмы денежного предложения в условиях кризиса

В острой фазе кризиса в развитых странах на первый план при формировании ликвидности на некоторое время выдвинулись короткие инструменты, которые были необходимы для предоставления чрезвычайных средств для рынка. Однако уже к середине 2009 г. компонент длинных ресурсов вновь стал преобладающим (на инструменты свыше 1 года сейчас приходится более 70% всего портфеля). Укажем, однако, что бóльшая часть длинных бумаг теперь приходится на 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-х – 2000-х гг. (Рис. 1).

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

Эти механизмы тем более актуальны в условиях необходимости финансирования, бюджетных дефицитов, которые отмечаются в большинстве развитых стран. Заметим, что многие из них устойчиво нарушают ограничения в 3% ВВП, зафиксированные Пактом о стабильности и росте. Однако, по мнению европейских экспертов, "до тех пор пока эти нарушения не стали необдуманными или хроническими, их можно приветствовать"³.

Рис. 2. Бюджетные дефициты в ряде стран в 2010 г. (% к ВВП)



Источник: М.Ершов, «Мировой финансовый кризис. Что дальше?». - М.: Экономика, 2011.

³ The Excessively Cautious Bank // The Economist. 2003. October 4th. P. 16.

При этом, бюджетные механизмы в целом рассматриваются не только как важные механизмы экономического роста, но также как инструменты обеспечения его необходимой структуры. Более того, поскольку при профиците фактически происходит изъятие средств из экономики, тогда как ее рост, напротив, требует дополнительного финансирования, регуляторы в этих странах часто увязывают задачи монетизации и формирования финансовых ресурсов с задачами экономической политики в целом.

О российских проблемах

В условиях, когда перед российской экономикой встают задачи качественных структурных преобразований указанные подходы заслуживают серьезного внимания. Особенно с учетом задач по эффективному финансированию возникающего бюджетного дефицита. При этом во-первых, должен быть найден разумный баланс экономических приоритетов и, во-вторых, нужен четкий контроль за выполнением поставленных задач. Нарушения и сбои, конечно же, могут быть, но это не является основанием утверждать, что система в целом недееспособна. Сбои (и часто серьезные) бывают во всех странах, и там ведется работа по их предотвращению. По аналогии с дорожным движением – все, кому нужно, могут его правила нарушать. Означает ли это, что из-за таких нарушителей сами правила должны быть отменены, а движение прекращено? Ответ очевиден.

Более того, наверное в принципе возможны разнообразные решения. Но нужно четко представлять, как именно планируется решение стоящих перед экономикой задач. И как обеспечить необходимую для этого долгосрочную ресурсную базу.

Очевидно, что может потребоваться существенно пересмотреть механизмы формирования денежного предложения и будет необходимо повышение роли национальных монетарных властей в этом процессе. Многолетний опыт использования таких подходов в зрелых финансовых системах является серьезным поводом для размышлений.

Напомним, что до кризиса отсутствие необходимых объемов фондирования по допустимой цене и срокам на внутреннем рынке вынуждало российские промышленные компании и банки выходить на внешние рынки и опираться на внешние источники финансирования (их корпоративные долги за 4-5 лет, предшествовавших кризису, выросли с практически минимальных значений до более чем 500 млрд долларов.) Эта проблема по большому счету не решена и в отсутствие ее системного решения российский рынок будет и впредь в решающей степени зависеть от внешних источников финансирования.

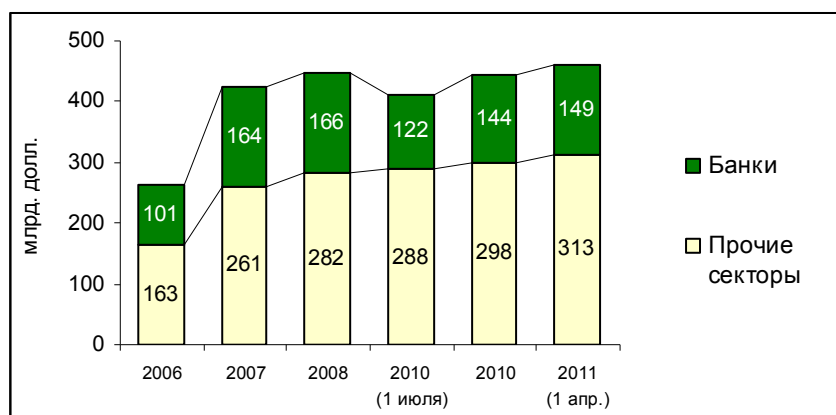
Монетарные власти на коротком периоде под действием кризисных рисков однажды объявили о своем намерении переломить ситуацию. Напомним, что Банк России в 2008-2009 гг. в денежно-кредитной политике впервые за многие годы, перешел на качественно новые подходы к формированию денежного предложения, где ведущую роль играли внутренние (а не внешние) источники.

Это должно было означать уменьшение внешних рисков, повышение роли процентных ставок, увеличение веса трансмиссионного механизма процентных ставок, который должен был позволить этим ресурсам достигать не только экспортных, но и всех остальных отраслей экономики, то есть равномерно обеспечиваться фондирование всех участников экономического процесса, способствуя тем самым и структурным преобразованиям. Рынок воспринял указанные попытки как правильный шаг, вызванный новыми реалиями.

Однако как только острота кризиса снизилась, прежние подходы по преобладанию валютных источников монетизации (денежного предложения, эмиссии) вновь стали главными.

Это означает возврат к предкризисным вариантам денежной политики, которые во многом усилили нашу зависимость от внешней сферы и обострили течение кризиса. Уже сейчас вновь начинает отмечаться рост внешнего корпоративного долга (Рис. 3).

Рис. 3. Корпоративный внешний долг, РФ (млрд. долл.)



Источник: ЦБ РФ

Это значит, далее, что нужно быть готовым к тому, что, если принципиально не изменятся денежно-кредитные подходы, то могут повториться многие риски, с которыми столкнулась российская экономика в предкризисный период.

В противном случае, решение проблемы формирования длинных ресурсов будет носить фрагментарный (а не системный, общеэкономический характер). То есть будут

"отдельные успешные примеры" внутреннего финансирования, но в решающей степени долгосрочное фондирование масштабных системообразующих проектов будет зависеть от возможности привлечения длинных денег из-за рубежа (где они формируются как раз на основе обозначенных выше механизмов). Хотелось бы, чтобы наши внутренние механизмы начали играть ту роль, которая необходима экономике в условиях глобальной конкуренции⁴.

Об этих и других проблемах и перспективах пост-кризисного развития говорится в книге М.Ершова «Мировой финансовый кризис. Что дальше?», которая вышла в издательстве Экономика в марте 2011.

⁴ Подробнее см.: М.Ершов, «Мировой финансовый кризис. Что дальше?» М.: Экономика, 2011. С. 295.