

## В споре российских нефтяников с ЦБ РФ и Минфином правой оказывается ФРС США



В статье рассматриваются механизмы финансирования бюджетного дефицита без ущерба для отдельных отраслей экономики. Показывается, как эта проблема успешно решается в развитых экономиках (на примере США и Японии), и как формируются целевые и длинные финансовые ресурсы, необходимые для экономического роста.

**М. В. ЕРШОВ**, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, доктор экономических наук

**С**кладывающийся дефицит федерального бюджета (в 2015–2016 гг. ожидается в размере около 3% ВВП) делает необходимым нахождение механизмов его финансирования и заставляет регуляторов рассматривать возможность изъятия части средств ТЭК для этих целей. Однако такой подход вызывает сомнение.

При направлении указанных средств на бюджетные цели не будет обеспечиваться рост экономики в целом (так как не произойдет необходимый **прирост** финансовых ресурсов, а лишь их переток из одних отраслей в другие). В то же время рост экономики предполагает, что она должна получать **дополнительные** ресурсы, необходимые для достижения конечного результата. Причем они должны авансироваться экономике (т. е. предоставляться до получения результата), что изначально предполагает возникновение расходов и дефицита (и лишь потом формирование доходов, которые приведут к получению прибыли и профицита). Ведь даже на микроуровне для того, чтоб произвести продукцию и получить прибыль, сначала необходимо купить сырье, нанять рабочую силу, арендовать помещение и т. д., то есть изначально произвести расходы, образующие дефицит. И лишь потом, после реализации продукции, он будет покрыт доходом, обеспечивая рост. Этот финансовый механизм справедлив и для всей экономики.

Поэтому тщательно контролируемый (прежде всего в части качества расходов) умеренный бюджетный дефицит является важным механизмом стимулирования экономического роста.

В прежние годы основной акцент в российской экономике делался на внешнюю сферу как источник

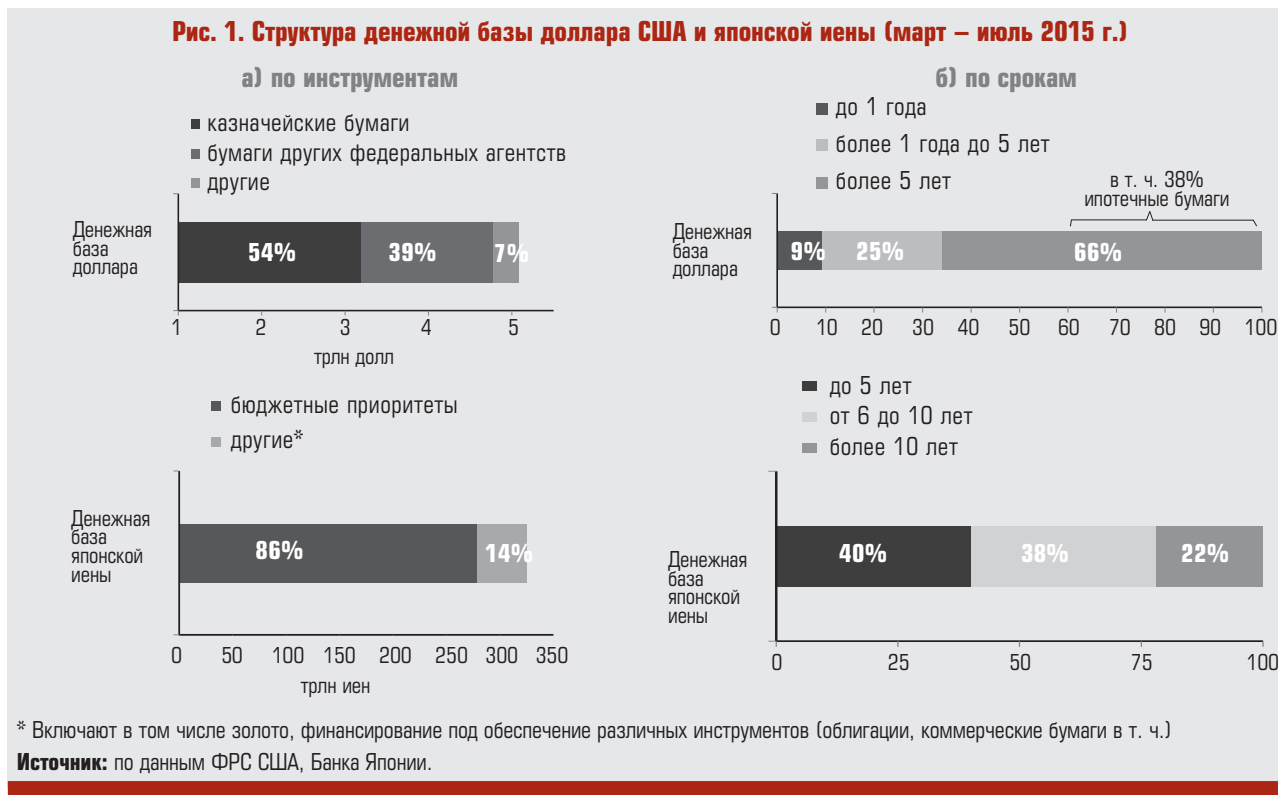
финансирования роста. В период санкций, когда доступ к внешним займам ограничен, участники экономики для получения средств должны теперь в первую очередь выходить на внутренние рынки как главный источник такого финансирования.

У внутренних источников есть два основных компонента: частный сектор (корпоративные средства и средства населения) и госсектор. Что касается первого, то его возможности представляются недостаточными для поддержания всей экономики. Кроме того, вновь подчеркнем, что переток этих средств на цели бюджета не обеспечит экономического роста в целом (явление получило в мировой практике название “crowding out”).

При этом проблема обеспечения экономического роста может эффективно решаться без ущерба для отдельных отраслей, как это успешно происходит последние десятилетия в наиболее развитых экономиках мира – в США и Японии. В этих странах более активно используются государственные (бюджетные) механизмы с опорой на целевое финансирование экономического роста и направление ресурсов на первоочередные бюджетные и иные приоритеты. При этом в процессе активно участвуют министерства финансов и центральные банки этих государств как главный источник финансовых ресурсов (*рис.*). Отметим, что в Японии и США на государственные облигации приходится 80–90% всей денежной базы (эмиссии) их валют.

Центральные банки этих стран покупают государственные бумаги, выпущенные министерством финансов, и одновременно осуществляют эмиссию, причем целевую, которая направляется соответствен-

**Рис. 1. Структура денежной базы доллара США и японской иены (март – июль 2015 г.)**



но министерству финансов. При этом купленные центральным банком бумаги обычно не участвуют в обратной операции, предполагающей их продажу на рынке и стерилизацию эмитированных денег. Приобретенные государственные бумаги, как правило, размещаются на балансе центрального банка до срока их истечения (т. е. на все 10, 20, 30 лет), а экономика в результате получает 10–30-летний целевой кредит. Более того, когда срок бумаг заканчивается, часто происходит новая эмиссия и покупка новых бумаг, что делает процесс поддержания «длинных» ресурсов в экономике при необходимости практически бес-срочным.

Поэтому участие центрального банка в указанных механизмах позволяет осуществлять финансирование бюджетных задач, **не сокращая ликвидность экономики и ее отдельных отраслей.** Если бы госбумаги просто размещались на вторичном рынке, то они – при интересе к ним со стороны его участников – покупались бы частными компаниями и банками, и тогда инвестированные ими в этом случае средства ушли бы на финансирование указанных госпрограмм. На иные цели текущей коммерческой деятельности (кредитование и т. д.) средства уже потрачены быть не могли бы.

В результате преобладающей становится картина, при которой 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 предоставляет долгосрочный кредит экономике, которая, таким образом, изначально получает существенный инвестиционный потенциал, мультиплицируемый по мере подключения субподрядчиков к работе с «длинными» проектами частного сектора. Более того, целевая эмиссия позволяет направлять финансовые ресурсы на приоритетные цели (ипотеку, малый бизнес и др.), что насыщает эти сферы ресурсами и ведет к снижению процентных ставок. Такой механизм финансирования удалось успешно реализовать за последний год в США (программа «Operation T.W.I.S.T»). В результате ставки по ипотечным займам в США снизились с 7–8 до 3–4%, а сам рынок жилья стал постепенно оживать.

В целом использование механизма целевой долгосрочной эмиссии будет способствовать:

- насыщению экономики длинными деньгами;

**Abstract.** The article analyzes the mechanisms of financing the budget deficit, without prejudice to the individual sectors of the economy. We show how this problem is successfully solved in the developed economies (for example, the USA and Japan), and formed as a target and long financial resources necessary for economic growth.

**Keywords.** Federal budget, budget deficit, money emission, long-term funds.

**Ключевые слова.** Федеральный бюджет, бюджетный дефицит, денежная эмиссия, длинные деньги.

- диверсификации инструментов на рынке;
- оживлению соответствующего сегмента рынка;
- снижению ставок.

Другие отрасли экономики при этом сохранят свои финансовые ресурсы и в результате получат преимущества от новых возможностей. Потенциал роста всей экономики также возрастет.

При этом, согласно опубликованному Годовому отчету Центрального банка РФ за 2014 г., доля долговых обязательств Минфина РФ в денежной базе рубля на начало 2015 г. составляла всего 3,8%. Это означает, что у нас есть скрытые и неиспользуемые механизмы обеспечения роста без ущерба для отдельных отраслей. Такие возможности нужно серьезно рассмотреть.

## Выводы

Учитывая, что проблема «длинных» денег для российской экономики давно является крайне актуальной, зададимся несколькими вопросами. Единственным ли возможным местом привлечения значительных по величине и доступных по цене «длинных» денег (необходимых для решения долгосрочных задач, стоящих перед российской экономикой) являются международные рынки, где финансовые ресурсы действительно больше по объему, дешевле и «длиннее», и где, заметим, такие деньги формируются на основе описанных выше механизмов. Подчеркнем также, что привлечение таких ресурсов означает и рост внешней задолженности.

Или, напротив, есть возможность начать самим использовать механизмы с участием национальных монетарных властей по аналогии с подходами, которые в течение многих лет практикуются самыми мощными и зрелыми финансовыми системами мира? Хотелось бы при обсуждении этого вопроса увидеть подробный технический анализ реальных возможностей этого процесса (но никак не абстрактно-эмоциональный – с аргументами наподобие тех, что, дескать, «у нас не получится»), обсудить наличие рисков (а их, естественно, будет немало), путей их минимизации. Нарушения и сбои, конечно, будут, но является ли это основанием утверждать, что механизмы в целом неработоспособны? Сбой (и часто серьезные) бывают во всех странах, но для их предотвращения есть соответствующие надзорные и контрольные органы, которые ведут работу по их недопущению. Представляется уместной аналогия с дорожным движением: те, кому понадобится, возможно, нарушат правила, но означает ли это, что из-за таких нарушителей сами правила должны быть отменены, а дорожное движение прекращено? Ответ очевиден.

## ИНФОРМБАНК

### Регионы уличили в завышении объемов долгов перед банками

**Регионы, обслуживающие дорогие банковские кредиты, могут завышать объем таких займов, чтобы претендовать на больший объем дешевых бюджетных денег, сообщает РБК. Это позволяет им также смягчить проблемы бюджетного планирования.**

Некоторые российские регионы могли искусственно завышать объемы кредитов, полученных в банках, следует из отчета Счетной палаты «Проверка кредитования коммерческими банками субъектов Российской Федерации в 2013–2014 гг. и истекшем периоде 2015 г.».

Отсутствие в законодательстве норм, определяющих порядок привлечения регионами банковских кредитов, привело к тому, что региональные программы внутренних заимствований содержали завышенные показатели привлечения данных кредитов – обнаружила Счетная палата. В соответствии с Бюджетным кодексом предельный объем заимствований регионов в финансовом году не должен превышать сумму, направляемую в том же финансовом году на финансирование дефицита бюджета или погашение долга региона. Кроме того, предельный объем госдолга региона не должен превышать утвержденный общий годовой объем доходов бюджета региона (без учета поступлений из федерального центра). Но соответствующие ограничения не распространяются на привлечение регионами банковских кредитов, указано в отчете Счетной палаты. Единственное ограничение: объем расходов на обслуживание госдолга региона в очередном финансовом году не должен превышать 15% объема расходов регионального бюджета.

Проверка проводилась с мая по ноябрь 2015 г. в Архангельской, Кировской и Нижегородской областях и Краснодарском крае, а также в ВТБ и Сбербанке – крупнейших кредиторах регионов. В масштабе всех регионов «это системная проблема», полагает замдиректора направления госфинансов S&P К. Вартапетов. «Регионы вынуждены идти на такие шаги. Из-за низкой предсказуемости межбюджетных отношений и волатильности налога на прибыль горизонт финансового планирования очень низок, поэтому объем займов корректируется», – говорит он. К. Вартапетов не исключает, что «завышенный объем погашения банковских кредитов может дать регионам право претендовать на более высокий объем льготных бюджетных кредитов на рефинансирование коммерческого долга».

Также из отчета Счетной палаты следует, что за последние два с половиной года регионы существенно нарастили объем коммерческих кредитов. Возросшая долговая нагрузка регионов продолжает создавать риски для платежеспособности регионов и муниципалитетов. «Сегодня больше половины региональных долговых обязательств, приблизительно 56%, – это рыночное заимствование», – говорил премьер-министр Дмитрий Медведев на селекторном совещании по долгам регионов 30 ноября.

По данным Минфина, на 1 декабря 2015 г. сумма долга регионов составлял 2,191 трлн руб. против 2,09 трлн на 1 января. При этом составляла кредитных ресурсов остается высокой несмотря на снижение с начала года ключевой ставки ЦБ.