

# ТРУДЫ

ВОЛЬНОГО  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЩЕСТВА  
РОССИИ



ТОМ ДВЕСТИ СЕДЬМОЙ

МОСКВА  
№5/2017

- 151 **Ю.В. Вертакова, Н.А. Плотникова, В.А. Плотников**  
Промышленная политика России: направленность  
и инструментарий
- 169 **НАУЧНЫЕ ДИСКУССИИ**
- Абалкинские чтения на тему «Качественные изменения индустриального ландшафта: фактор войны и санкций»
- 170 **С.А. Толкачев**  
Качественные изменения глобального индустриального ландшафта
- 201 **М.В. Ершов**  
Как нейтрализовать санкции в финансовой сфере
- 210 **Г.Б. Клейнер**  
Системная трансформация промышленности как «твердого ядра» отечественной экономики
- 224 **А.В. Мурычев**  
Перспективы и условия структурных преобразований экономики
- 230 **А.В. Бузгалин**  
Кто, что и как будет производить завтра: некоторые мысли о производительных силах и производственных отношениях в современной экономике
- 237 **В.П. Ермаков**  
Индустриальный ландшафт для малого и среднего бизнеса России: текущие реалии и перспективы
- 252 **Е.Б. Ленчук**  
Как не отстать от Запада в освоении новых производственных технологий, изменяющих индустриальный ландшафт?



# КАК НЕЙТРАЛИЗОВАТЬ САНКЦИИ В ФИНАНСОВОЙ СФЕРЕ

## HOW TO COUNTERACT FINANCIAL SANCTIONS



**М.В. ЕРШОВ**

Член Правления ВЭО России, главный директор по финансовым исследованиям «Института энергетики и финансов», д.э.н., профессор

**M.V. ERSHOV**

member of the Board of the VEO of Russia, managing director for financial research of the «Institute for energy and finance», Dr. Sc. Econ., Professor

### АННОТАЦИЯ

В случае дополнительного ужесточения санкций в виде запрета покупок российских ОФЗ американскими инвесторами стабильность российского финансового рынка может снизиться. В таких условиях целесообразно также ввести ответные неанонсированные меры, которые позволили бы указанную стабильность сохранить. Они в т.ч. могут предполагать новые условия репатриации средств, выведенных из российских госбумаг, более активное подключение внутренних инвесторов и др. В целом необходимо повышать опору на внутренние источники монетизации экономики для обеспечения прочной основы развития экономики в условиях внешних ограничений.

**ABSTRACT**

If sanctions become more strict (e.g. higher limits for US investments in Russian state bonds –OFZ) the stability of the Russian financial sector may decrease. Such new conditions make it feasible to undertake retaliatory measures, which could strengthen financial stability. These steps may include new terms of repatriation of funds which appear from the sale of OFZ, more active participation of internal investors, etc.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА**

Финансовый сектор, длинные деньги, центральные банки, гособлигации.

**KEYWORDS**

Financial sector, long money, central banks, government bonds.

**Д**обрый день, уважаемые участники! Многие из тех задач, которые ставятся перед нами, конечно, их решение, эффективность этого решения, может быть немножечко размыта новыми санкциями, которые против нас были несколько месяцев назад введены Соединенными Штатами. Я просто еще раз вам напомню, что американцы предусмотрели против нас. Сокращение фондирования российских банков до 14 дней, и длина ресурсов для нефтегазового сектора теперь тоже будет ограничена 60 днями. Кроме того, Минфину США предложено рассмотреть программу действий по возможному ограничению для граждан США вложений в инструменты российского госдолга, то есть финансирование нашего бюджета.

Действительно, эти меры, скорее всего, несколько обострят проблему длинного фондирования, тема для нас давно актуальная. Да, наверное, профиль на рынке финансовых



участников будет более коротким, и, как следствие, более спекулятивным, и более волатильным. То есть ресурсы будут менее устойчивыми, более двигающимися вперед-назад, образно говоря. Аналогично это может отразиться на валютной составляющей, потому что валютный курс очень чувствителен к таким вещам, он тоже будет реагировать адекватно, то есть валютная стабильность может быть чуть-чуть уменьшена.

Наверное, нерезиденты, которые сейчас, мы знаем, довольно активно участвовали на нашем рынке ОФЗ и финансировали наш бюджетный дефицит, будут вынуждены из этих инструментов выходить. Их собственные регуляторы будут их принуждать к таким шагам. Это, в общем, тоже может несколько обострить, усложнить проблему фондирования для нас.

Так ли все на самом деле безысходно и плохо? Представляется, что нет. Чисто технический анализ показывает, что есть все необходимые инструменты у наших регуляторов, которые позволили бы в значительной степени нивелировать и создать неплохой потенциал для контрдействий у наших регуляторов и у наших экономических органов.

На тему волатильности валютного и финансового рынка. Объем российских ЗВР (золотовалютных резервов) в более чем два раза превышает всю рублевую денежную базу.

Что это значит технически? Это значит, что регулятор может делать с валютным рынком абсолютно все, что считает необходимым. Он может дать понять участникам, что «как бы, ребята, я на самом деле постараюсь не вмешиваться в рынок» (скажет он), «но если будет необходимо, и я почув-

ствую, что есть угроза финансовой стабильности, я время от времени буду выходить на рынок, просто вы это имейте в виду». Естественно, при таком ресурсе, если регулятор говорит, что «время от времени я считаю необходимым свое присутствие там обозначать, потому что я отвечаю за финансовую и валютную стабильность», то, поверьте, сразу все будут подстраиваться под действие регулятора, стараясь угадать его намерения.

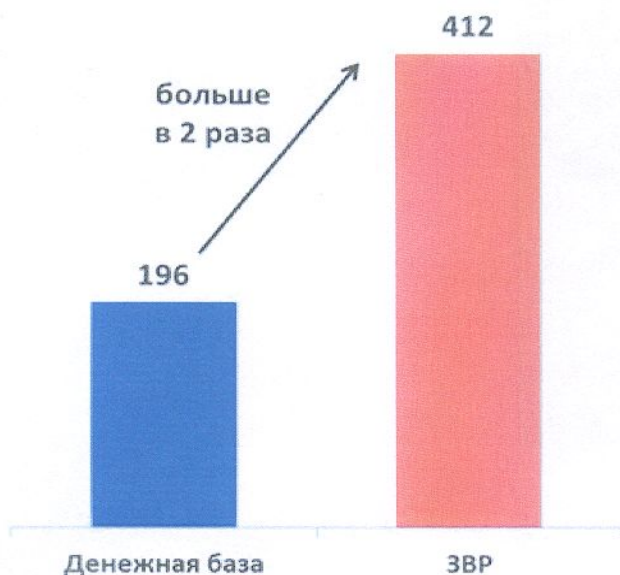


Рис. 1. ЗВР России и денежная база рубля (млрд долл.)

Источник: по данным ЦБ РФ.

Почему на Западе банки и финансовые компании так внимательно смотрят, что скажет Йеллен, какие намерения у центрального банка со ставками, с курсом? Потому что они понимают, что если они угадали, то они выигрывают огромные деньги, они попадают в ту же самую струю, что хочет сделать регулятор. И, наоборот, если они не угадали, соответственно, извините, так сказать, приходите



в следующий раз, когда оправитесь после ваших огромных потерь.

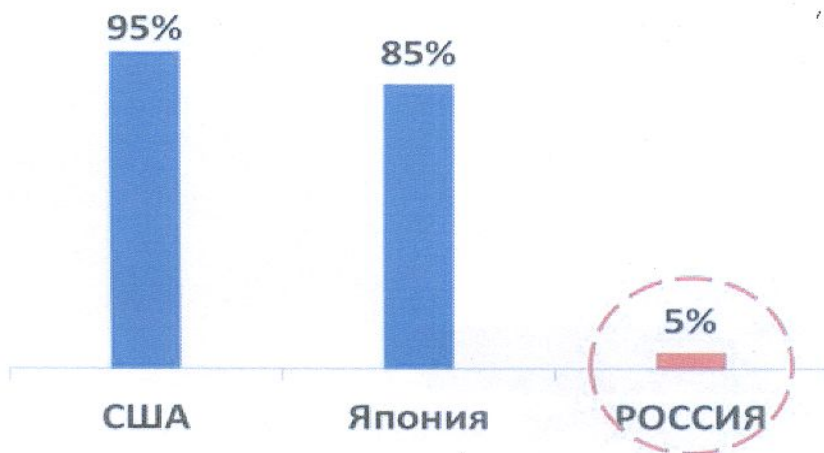
Кроме этого, у регулятора есть огромный набор рычагов: нормативов, резервов, налогов, которые должны делать рубли для участников рынка (и российских, и зарубежных) более привилегированным активом, чем валюта.

У нас есть норма резервирования. Это та величина, как бы некий налог, который коммерческие банки платят, размещая на время в Центральный банк. У нас долгое время норма резервирования по валютным ресурсам (по валютным пассивам) была более льготной, чем по рублевым. Тем самым рынку намекали, что с валютой работать выгоднее. Валюта: а) более стабильна, б) более выгодна даже по регулирующим мерам.

И рынок, естественно, стал работать с валютой. Сейчас, к счастью, наш регулятор сравнял и даже сделал по рублям нормативы более льготные, чем по валюте. Но что мешает это сделать по всем другим нормативам, которые у нас есть? А у нас огромная вертикаль и огромная горизонталь нормативов всех видов. Делайте везде, там, где касается возможности выбора между рублями и валютой, там, где это возможно и целесообразно, делайте нормативы более льготными в пользу рублей. Я думаю, что рынок очень быстро сориентируется.

В целом необходимо обеспечить приоритетную роль внутренних источников фондирования и монетизации. У нас, напомним, долго крен опять-таки был на внешние источники. Целесообразно (тоже об этом задачи ставятся уже давно и АРБ, и Ассоциацией региональных банков) последовательное замещение источников внешнего фондирования на внутреннее фондирование.





**Рис. 2.** Доля национальных госбумаг в эмиссии национальной валюты  
Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

Для этого представляется актуальным расширение механизмов и инструментов финансирования экономики со стороны ЦБ РФ и Минфина РФ. По примеру развитых стран монетарным властям целесообразно делать упор на формировании длинных ресурсов, основанных на использовании целевых государственных бумаг (в том числе связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов), которые дополняются инструментами среднесрочного финансирования. Это будет способствовать созданию мощной основы длинных ресурсов в экономике и снижению процентных ставок.

Такие механизмы, в первую очередь, предполагают размещение госбумаг на внутреннем рынке с участием своего центрального банка в качестве покупателя этих бумаг, как это происходит в самых зрелых экономиках мира, например, в США и в Японии, где эмиссия их национальных валют на 85-95% осуществляется в результате покупки центральными банками своих госбумаг.

Центральные банки этих стран покупают госбумаги, выпущенные своими минфинами. Одновременно при этом центральным банком осуществляется целевая эмиссия (на



ипотеку, на малый бизнес, на региональные программы и др.). Причем, как правило, это длинная и сверхдлинная эмиссия на 30–40 лет (в США даже не исключают возможность эмиссии сроком до 100 лет). При этом купленные ЦБ бумаги хранятся у него в течение всего срока, а не поступают на рынок и не оттягивают оттуда деньги.

Заметьте, что и у США, и у Японии цифры похожие. Две самые зрелые и самые мощные финансовые системы мира почему-то многие годы проводят очень похожую политику. Вопросительный знак. А с чего это вдруг? Из-за авантюризма, из-за непонимания базовых вещей, которые мы прекрасно понимаем, а они, конечно же, не понимают, или почему-то еще? И не поэтому ли они стали самыми мощными финансовыми экономиксами мира, обеспечивая в течение многих десятков лет свое лидерство?

А у нас в России аналогичный показатель меньше 5%. Это опять показывает огромный неиспользуемый потенциал, который есть у наших регуляторов и который они могут использовать при необходимости, когда им необходимо будет.

Поэтому проблему длинного фондирования можно решить, только надо, конечно, проводить целенаправленную и последовательную политику, взвешивать все нюансы, все риски и т.п.

Теперь вновь о санкциях. Если они ограничивают наши вложения в госбумаги, что мешает нам ограничить свои вложения в их госбумаги? Сейчас вложения РФ в американские казначейские облигации превышают 100 миллиардов долларов. Кстати, напомню прецеденты замораживания средств. Мервин Кинг, бывший глава Банка Англии, говорил: «При серьезных обострениях отношений иностранные активы могут быть аннулированы».



Можно также напомнить другие конфискационные меры, к которым США неоднократно прибегали в прошлом.

В частности, за последние годы имела место заморозка средств, размещенных в США рядом стран Арабского Востока. Напомним и о блокировании средств даже стран-союзников США (!), размещенных в американских банках, во время Второй мировой войны и другие прецеденты подобного характера.

Не следует забывать и о фактическом дефолте США, и об их неплатежах по долгосрочным обязательствам в связи с крахом Бреттон-Вудской системы в 1971 году.

Существовавшие до 1971 года механизмы предполагали, в частности, обмен долларов на золото. Однако когда ряд стран (в первую очередь, Франция и Великобритания) решили воспользоваться этим правом и предъявили свои долларовые авуары для обмена на золото, то их требования удовлетворены не были, поскольку более 70% долларов уже не имело золотого обеспечения. Другими словами, все, кто когда-то обменял свое золото на доллары, а потом захотел получить золото обратно, сделать этого по ранее договоренной цене уже не мог. Причем США нарушили указанные многосторонние соглашения в одностороннем порядке.

И в этой же связи интересен еще один вопрос. Напомним, что относительно недавно к России были предъявлены претензии со стороны ряда стран по ее долгам, возникшим до 1917 года.

Было бы оправдано оценить размер потерь всех стран, компаний, а также частных долларовых вкладчиков, которые имели доллары к 1971 году, и для которых пересмотр правил игры означал серьезные убытки, и рассмотреть вопрос о механизмах возможной компенсации.



В целом принятые санкции еще больше подталкивают к последовательной и активной политике российских регуляторов по созданию необходимых внутренних основ развития экономики, которые одновременно сделают санкции неэффективными.

Наши регуляторы располагают всеми необходимыми рычагами и возможностями. И хотелось бы, чтобы в нынешних условиях они проявились в полном объеме.