

ТРУДЫ

ВОЛЬНОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЩЕСТВА
РОССИИ



ТОМ ДВЕСТИ ЧЕТВЕРТЫЙ

МОСКВА
№2/2017

СОДЕРЖАНИЕ

- 21 НАУЧНЫЕ ДИСКУССИИ
Абалкинские чтения на тему «От кризиса к росту»
- 22 **Д.Е. Сорокин**
Вступительное слово
- 24 **А.Г. Аганбегян**
От кризиса к росту (к прогнозу Министерства экономического развития РФ до 2019 г. и Федеральному бюджету на 2017–2019 гг.)
- 35 **С.Д. Бодрунов**
От кризиса — к экономическому росту: трехлетний бюджет, прогноз и реальность
- 40 **Богоявленский В.И., Богоявленский И.В.**
Состояние и стратегия развития нефтегазовой отрасли России
- 49 **Р.С. Дзарасов**
Прогноз министерства экономического развития и бюджетное планирование
- 57 **М.В. Ершов**
Потенциал стабилизации роста: большие неиспользуемые возможности
- 63 **В.В. Ивантер**
Сегодняшние задачи российской макроэкономической политики
- 67 **Т.С. Саркисян**
Цифровая безальтернативность
- 73 **А.А. Широ**
Возможности ускорения экономического роста в среднесрочной перспективе
- 78 **А.В. Мурычев**
Комментарий по теме
- 81 НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ
«Наследие Г.В. Плеханова и современность»
- 82 **С.Д. Бодрунов**
Идейное наследие Г.В. Плеханова: ретроспектива и перспектива развития индустриального общества
- 93 **Ю.В. Якутин**
Плеханов – марксист?
- 111 **Р.С. Дзарасов**
Плеханов, Ленин и пути русской революции

ПОТЕНЦИАЛ СТАБИЛИЗАЦИИ РОСТА: БОЛЬШИЕ НЕИСПОЛЬЗУЕ- МЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ POTENTIAL OF STABILI- ZATION OF GROWTH: AM- PLE UNUSED OPPORTUNITIES



М.В. ЕРШОВ

Член Правления ВЭО России, главный директор по финансовым исследованиям, руководитель Департамента финансового анализа Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, д. э. н.

M.V. ERSHOV

Member of the Board of the VEO of Russia, Chief Director of Financial study, Head of Financial analysis department of the Energy and Finance Institute, Professor of the Financial University under Government of the Russian federation, Dr.Sc. Econ.

АННОТАЦИЯ

В России не используются многие из имеющихся механизмов денежно-кредитной и финансовой политики, способные обеспечить высокие и устойчивые темпы роста экономики. В частности, дефицит бюджета, более низкие процентные ставки и использование механизма эмиссии государственных ценных бумаг с участием Центрального банка как их ключевого покупателя могут стимулировать рост и развитие приоритетных для экономики секторов.

ABSTRACT

Important fiscal and monetary mechanisms that can provide high and stable growth of economic are not used in Russia. Budget deficit, lower interest rates and government bonds emission with the central bank as a key buyer of such bonds are main elements of the mechanismsthat may stimulate growth and development of priority sectors of the economy.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Бюджетный дефицит, денежная эмиссия, процентные ставки.

KEY WORDS

Budget deficit, money creation, interest rates.

Добрый день, уважаемые участники. Мой центральный вывод, который я анонсирую при начале выступления и потом подтвержу, показав, в чем состоит дело, — мы не используем важные механизмы и большие возможности, которые у нас есть, для превращения нашего роста в устойчивое явление.

У нас сейчас отмечается новое явление в экономике под названием «структурный профицит ликвидности», когда экономика, по сути, деньги не требует, и вроде как денег в переизбытке, и они вроде как и не нужны для поддержания роста. Причина профицита — не востребованность денег из-за запрети-тельно высокого уровня процентных ставок, когда они сверхвысоки. Это первая причина. И вторая — сжатие внутреннего спроса, сокращение потребления, в том числе из-за девальвации рубля, которая сжала возможности населения и бизнеса.

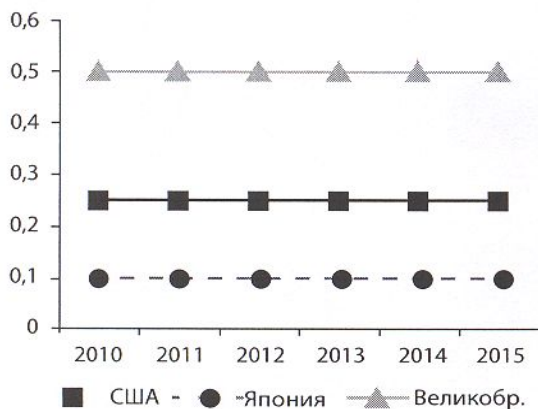
С аналогичной ситуацией, на самом деле, мы, российская экономика, сталкивались еще до дефолта 1998 года. Напомню вам: был очень быстрорастущий и сверхэффективный рынок ГКО — государственных краткосрочных облигаций, и деньги там были в избытке. При этом что монетизация экономики ($M2/VBP$) была 10%, использовались суррогаты,

квазиденьги, неплатежи, бартер. Потому что деньги из экономики ушли, они были локально лишь на неких наиболее эффективных рынках, а везде было их полное отсутствие. Поэтому проблема, на самом деле, в том, чтобы обеспечить механизмы денежной трансмиссии. То есть чтобы деньги начали течь в экономику. А то как некий аквариум с водой, а вокруг — пустыня. Да, наверное, можно и в таком мире жить, но просто это будет не совсем правильно.

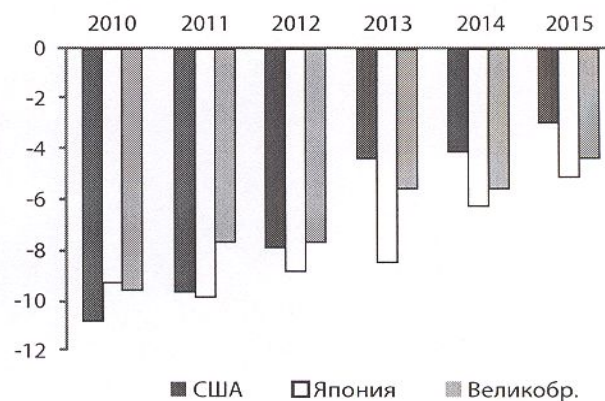
Значит, ставки являются одним из тормозов того, что деньги не текут в экономику. Слова руководства Центрального банка: «Чем выше дефицит, тем жестче денежно-кредитная политика. При дефиците бюджета ЦБ должен держать высокие процентные ставки». Наверное, в учебниках, может быть, и так, но вот в реальном мире, в наиболее развитых финансовых системах, последние многие-многие годы ситуация иная (рис. 1).

Справа вы видите картинку — в США, Японии и Великобритании бюджетные дефициты, по крайней мере, за последние приведенные здесь шесть лет. А можно и дальше продлить. Устойчивые серьезные дефициты бюджета, уходящие на многие-многие годы назад, и их же ставки. У всех ставки ниже процента и ниже инфляции, что еще более важно. Кстати, если продлить вот этот ряд лет на десять назад, где также были дефициты, мы увидим, что ставки у них были повыше, но они при этом даже при наличии устойчивых дефицитов их резко снизили до нынешних уровней, которые сверхнизки. Значит, все возможно и здесь.

А) Основные процентные ставки центральных банков (%)



Б) Дефицит государственных бюджетов (% к ВВП)



Источники: центральные банки соответствующих стран, МВФ.

Рис. 1. Процентные ставки центральных банков и дефицит бюджетов

В целом то, что деньги в экономику не очень текут, проблема сейчас не только наша. Это во всем мире так. И вот один опять очень интересный прецедент, здесь есть над чем подумать нам, нашим регуляторам и бизнесу, но регуляторам в первую очередь. Так, этим летом отрицательные ставки ввел Европейский центральный банк. У них тоже деньги в экономику не особо идут, и банки не хотят наращивать риски, и у реального сектора низкий спрос.

Но как у них решают эту проблему? По сути, были введены дифференцированные ставки. Так, если ты работаешь в бизнесе в Европе и если ты готов финансировать наиболее приоритетные программы, которые для регуляторов наиболее важны, то в этом случае вводится отрицательная ставка. Что, по сути, это означает? Коммерческий банк приходит в ЕЦБ за деньгами, и если он соответствует требуемым нормативам, то ЕЦБ деньги дает по программе TLTRO на четыре года. Через четыре года банк деньги возвращает, и при этом не банк платит ЕЦБ за взятый кредит, а так как ставка отрицательная, ЕЦБ платит банку. То есть банк взял миллион, а вернул, к примеру, 980 тысяч. Но вот есть, по крайней мере, над чем подумать. Что нам мешает ввести более активные стимулы — дифференцированные ставки в зависимости от сфер приоритетности тех или иных отраслей? По крайней мере, большой вопрос для размышления.

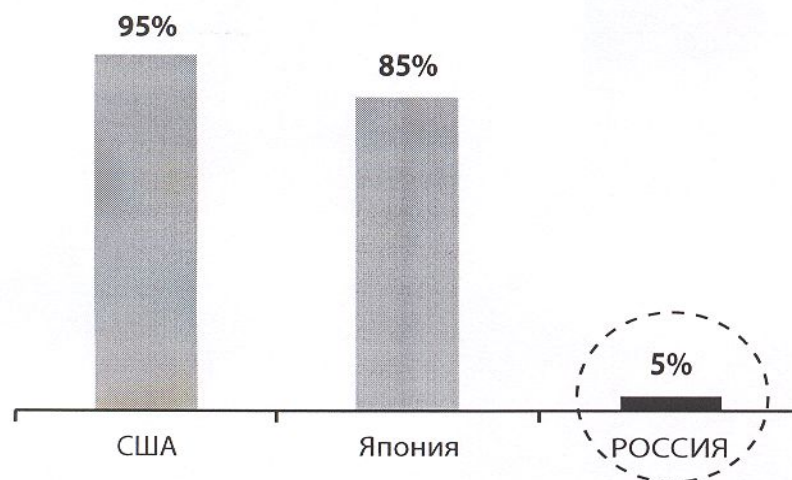
Дальше — дефицит бюджета в целом, возвращаясь уже вот к этой связке. Совершенно верно, дефицит госбюджета вызывает беспокойство, но и к этой проблеме нужно взвешенно подходить. Так, даже для концептуального понимания, дефицит, умеренный дефицит — это важный рычаг экономического роста. Ведь даже на микроуровне дефицит необходим для роста. К примеру, вот я — компания. Прежде чем что-то произвести, я сначала арендую станки, покупаю сырье, нанимаю рабочую силу и т.д. Я в минусе, я в дефиците. И только потом, если все в порядке, я произвожу продукцию, реализую ее и получаю доход, профицит и начинаю развиваться. Поэтому этот подход верен и на уровне более укрупненном, на макроуровне. Таким образом, умеренный бюджетный дефицит является важным механизмом и рычагом экономического роста.

Но, конечно, важно обеспечить финансирование дефицита. И здесь тоже маленький нюанс. Значит, у нас сейчас предлагается для решения проблемы дефицита либо сокращать расходы, либо у кого-то перетягивать, так сказать, одеяло, у наиболее быстрорастущих отраслей на какие-то менее растущие. Скажем, нефтегазовый сектор работает хорошо — значит, у них взять деньги и отдать кому-то, кто отстаёт.

Либо как минимум размещать для финансирования госбумаги, в первую очередь на внутреннем рынке.

Но и все эти вещи в своей логике имеют некоторый изъян. Вот деньги у одних взяли, а другим отдали. Эти стали расти и расти быстрее, а другие стали развиваться медленнее. Тогда получается перетягивание одеяла — это, так сказать, скорее, усредненная температура по больнице. Одному стало хуже, а другому — лучше. Ну а в среднем вроде нормально. Однако за счет ущерба для каких-то конкретных отраслей. Притом что опять в развитых странах эта проблема решается вполне эффективно и без ущерба для отдельных отраслей.

Вот такая интересная картинка. Какую роль играют госбумаги в эмиссии национальных валют? Сейчас я поясню (рис. 2). Это очень важный денежно-кредитный компонент. Что у них происходит? У них Центральный банк является покупателем госбумаг, которые эмитирует их Минфин. Центральный банк бумагу купил, Минфин этой страны деньги получил. Центральный банк — здесь важны несколько нюансов — эти бумаги дальше на вторичный рынок не перепродает, потому что иначе деньги с рынка оттянутся. Так сказать, он бумаги продал, деньги тем самым с рынка стерилизовал. Но он этого не делает. Центральный банк держит все эти бумаги весь срок действия бумаг у себя на балансе.



Источник: на основе данных центральных банков соответствующих стран.

Рис. 2. Доля госбумаг в денежной эмиссии соответствующих стран

А бумаги в рассматриваемых странах сейчас длинные и сверхдлинные: до 30 лет в США, до 40 лет — в Японии. А администрацию Трампа сейчас спрашивают: «А что вы думаете об эмиссии бумаг

на 50–100 лет?» И они говорят: «Ну, мы, в общем, рассматриваем». Ну ничего себе. Если будет столетняя эмиссия, конечно, там можно и космос, и регионы, и ипотеку, и все, что надо, развивать. Столетняя эмиссия. Более того, еще маленький важный нюанс. Когда срок действия бумаги истекает, а программа еще развивается и ее нужно продолжать финансировать, то операция повторяется вновь: прежняя бумага гасится, а новая эмитируется. Тогда получается эмиссия вообще бессрочная: 30 лет плюс 30 лет плюс 30 лет, и так сколько хочешь. Их баланс, по крайней мере, показывает, что истекающие десятилетние бумаги, если есть необходимость, продолжают выпускать вновь.

То есть получается, мы имеем картину, где у них: а) ставки минимальные, ниже инфляции, и б) деньги бессрочные. Конечно, в таких условиях можно, наверное, много чего развивать: и наукоемкое производство, и ипотеку, и регионы, и космос, и хайтек, и т.д.

Вывод. Мы уже готовы и к дефициту бюджета, и к финансированию его у нас здесь, посредством госбумаг и даже к использованию длинных госбумаг, до 30 лет, у нас в России. Но мы не готовы к самому главному компоненту в этой связке — к использованию Центрального банка в качестве покупателя, важного покупателя этих бумаг. Обратите внимание, 95% всей долларовой эмиссии, всех долларов мира (это более 4 трлн долл. денежной базы) по балансу ФРС США возникли на 90% с лишним под покупку тех самых американских казначейских бумаг, которые ФРС купил у своего Минфина. То же самое — в Японии. Цифры чуть меньше, но точно также достаточно высоки. У нас в России — 5% — комментарии излишни. Вот эта «дырка» между 5 и 90 — здесь есть над чем подумать: где у нас потенциал использования похожих, по крайней мере, подходов, которые можно использовать. Необходимо хотя бы подумать как.

Значит, вывод совсем последний. И в плане стимулирования роста, и в плане формирования длинных денег, и с точки зрения расширения возможностей бюджета у нас есть скрытые и пока не используемые механизмы, причем без ущерба для отдельных отраслей. И их нужно сейчас, мне кажется, серьезно рассмотреть.