

ТРУДЫ
ВОЛЬНОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО
ОБЩЕСТВА
РОССИИ



ТОМ СТО ДЕВЯНОСТО ВТОРОЙ

МОСКВА
№ 3/2015

ДЛИННЫЕ ДЕНЬГИ И ИННОВАЦИОННОЕ РАЗВИТИЕ

LONG MONEY AND INNOVATIVE DEVELOPMENT



М.В. ЕРШОВ

главный директор по финансовым исследованиям «Института энергетики и финансов», профессор Финансового университета при Правительстве РФ, член Межрегионального банковского совета при Совете Федерации, член комиссии по банковской деятельности РСПП, д.э.н.

M.V. ERSHOV

director of financial research «Institute for energy and finance», Professor of Financial University under the Government of the Russian Federation, a member of the Banking Council within the framework of the Council of Federation, member of expert council in the Russian Industrial Union – RSPP, Dr. Sc. Econ.

Аннотация

Приведены новые подходы по формированию длинных денег, без которых затруднено как инновационное развитие промышленности, так и рост экономики в целом. Проведен анализ подходов в обеспечении длинными деньгами экономики в ведущих странах мира.

Abstract

The article gives new approaches of long term money creation, which is necessary for innovative development and economic growth. Experience of long term money creation in developed economies is analyzed.

Всероссийская конференция

Ключевые слова: длинные деньги, денежно-кредитная политика, центральный банк, Минфин.

Key words: long money, monetary policy, central bank, ministry of finance.

Тема перед вами – «Длинные деньги и инновационное развитие». Коллеги, мы все понимаем, что многие годы говорилось о промышленной политике и об инновациях. Все это будут благие пожелания, если это не будет опираться на реально действующие механизмы.

Длинные деньги. Понятно, важна стоимость денег, их объем и длина. В ведущих экономиках мира, которые этим вопросом, надо отдать должное, занимаются серьезно, после кризиса начала проводиться денежно-промышленная политика. Она у них называется *mondustryal policy*. То есть связь приоритетов промышленного развития и денежно-кредитных подходов. Резко увеличилось предоставление финансовых ресурсов. Это и в США, и в Еврозоне, и в Японии. Резко снизились процентные ставки, которые почти что все у нуля или близки к нулю. Увеличилось участие государства. Более того, сделан акцент в двух самых мощных экономиках (США и Японии) на длинную и сверхдлинную эмиссию. Это 40 лет в Японии и 30 в США. Первосточники таковы.

Просто как комментарий. Рефинансирование. Все мы знаем, что текущее рефинансирование позволяет в текущем плане какие-то деньги мобилизовать. ЕЦБ несколько лет назад использовал механизм под названием LTRO, Long Term Refinancing Operation. Операции на трехлетний срок. Был такой инструмент. Внимание, важный момент, показывающий отличие в идеологии подходов. За два раунда этих самых сессий LTRO (это было несколько лет назад) участники европейского рынка получили свыше триллиона евро. Я не оговорился, и вы не ослышались. Для сравнения, российская экономика для получения той же самой суммы должна была свыше 10 лет экспорттировать сырую нефть. А там влегкую за два раунда, за несколько месяцев та же самая сумма своим участникам. Информация к размышлению. Последняя программа Operation Twist в США. Она сворачивается сейчас. Еще больший акцент делает на длинные деньги.

Всероссийская конференция

Повторяем важные моменты, уже более принципиальные. Не просто эмиссия, а в основном бюджетная эмиссия. Заметьте, 93%. Это будут такие вязкие вопросы, сложные, но мы о них обязаны говорить. Это ключевые моменты. 93% сейчас всей эмиссии всех долларов в США – это под бюджетный приоритет. Все. А в Японии – 80% с лишним. Именно минфин и ЦБ стоят у истоков формирования этой самой эмиссии. Про сверхдлинную и длинную эмиссию я говорил: 30 и 40 лет соответственно.

Более того, ведь что важно? Если центральный банк покупает длинную бумагу у своего минфина на 30 лет, и все 30 лет бумага находится у него на балансе, он потом ее не продает, операции стерилизации не происходит, значит, минфин получил 30-летний кредит от эмиссионного центра. А когда бумага истекает, возобновляется вновь новая эмиссия такой же бумаги. Другой, но опять на 30 лет. Фактически обеспечивается бессрочный механизм длинных денег. Понятно, тогда не будет никаких проблем с длинными деньгами для экономики. Минфин и ЦБ рулят всем длинным процессом в своих экономиках.

И второй важный момент. У нас каждый раз говорят, что вот, наш Минфин длинные деньги хочет разместить на рынке. Участники, значит, могут купить. Да, могут. Но, во-первых, если у них есть деньги, у этих коммерческих банков и частных инвестиционных фондов. Во-вторых, если они купят эти бумаги, у них уже не останется денег на другие цели. Эффект в экономической практике называется «*crowding out*», эффект вытеснения. А у них при этих схемах такого не происходит, потому что минфин и ЦБ просто напрямую пополняют ликвидность в экономике без оттягивания ресурсов из частного сектора. Тоже есть над чем подумать. Это принципиальные моменты.

Вот тут дальше просто комментарии. Там еще всякие плюсы: пенсионные, страховые и так далее. Это, конечно, сильно расширяет возможности для инвестиций. Вот техническая картинка. Это уже из баланса ФРС и Банка Японии.

На рисунке изображены инструменты эмиссии, подо что ФРС США на своем балансе делает эмиссию. Цифра наверху, в самой высокой колонке – \$4 трлн. Это все доллары мира, которые сейчас есть, которые эмитированы за всю накопленную историю, заре-

Всероссийская конференция

гистрированы на балансе эмиссионного центра. Иных долларов, кроме как у фальшивомонетчиков, нет. Все доллары мира в этой цифре: которые и у нас, и в Африке, и в Японии – все.

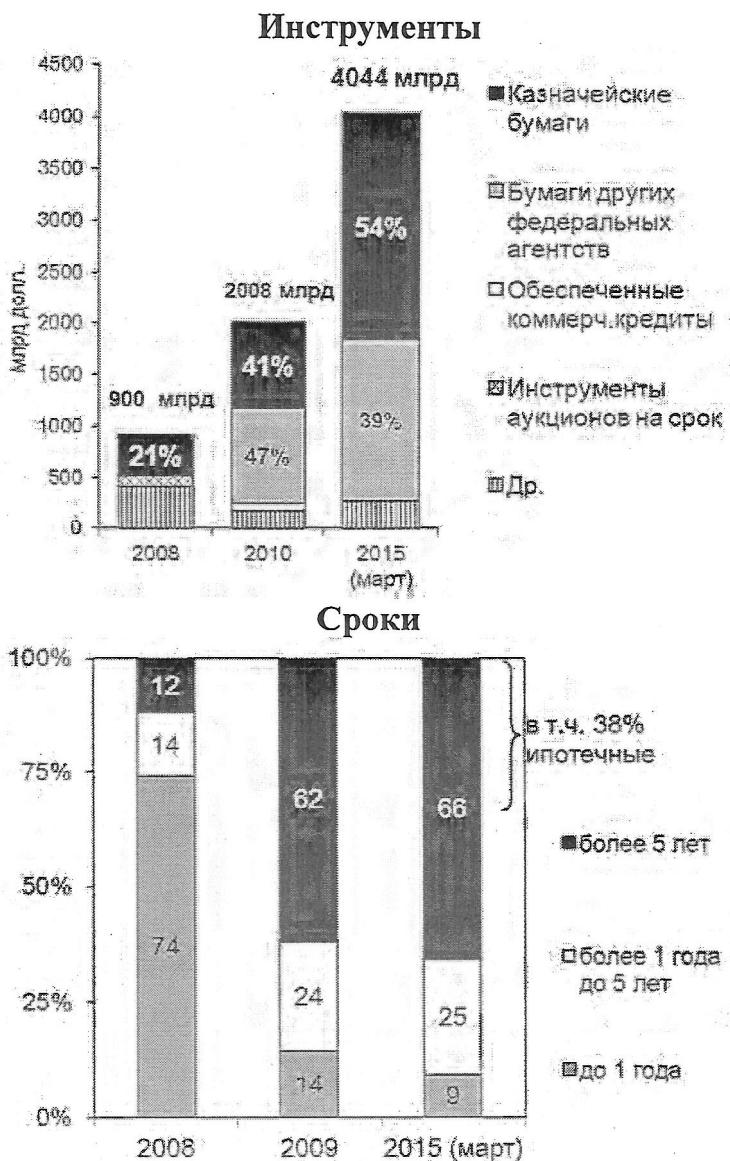


Рис. 1. Денежная база доллара США

* Другие включают: средства в расчетах, свопы, золото, кредиты и др.

Источник: Ершов М. US Fed, рассчитано по данным US Fed.

Так вот, верхняя цифра: 50% с лишним всей этой накопленной эмиссии – под казначейские бумаги. То есть бумаги своего Минфина на целевые казначейские программы: регионального развития, наукоемкого развития, ВПК, малый бизнес – что угодно. Остальные 40% – это все прочие федеральные агентства, Fannie Mae, Freddie Mac, ипотека и все остальное. Есть над чем подумать.

Нижние колонки – тот же самый срез, только по срокам. Опять мы видим, что на 80% с лишним вся денежная база – это длинная эмиссия. И даже сверхдлинная, как я уже сказал. Они сейчас делают крен на 30-летнюю эмиссию. А в Японии – на 40-летнюю. Естественно, если вы дали экономике 30-летний кредит минфину, минфин дал своим субподрядчикам на 25 лет, те дали кому-то еще на 20 и так далее, по мультипликации до нуля, это будет много ступенек длинных средств разной длины. Через мультипликатор. Поэтому, конечно, у них проблем нет. Естественно, мы к ним поэтому идем за длинными деньгами. Там большие, дешевые, объемные и длинные. А как? Есть вопросы. Дальше мы их зададим.

Иновационный сегмент – понятно. Без длинных и дешевых денег там можно только говорить декларации. Вот смотрите. Нижняя картинка. США, та самая программа Operation Twist. Что у них, какая проблема стояла? Они сказали, что мы хотим поднять после этого кризиса (последнего, буквально год-два назад) свой ипотечный рынок. Мы специально насыщаем наш ипотечный рынок длинными ипотечными деньгами, длинной ипотечной эмиссией. Именно для того, чтобы там деньги притекли, цены упали на кредиты, и ипотека начала развиваться. Достигли, они все зафиксировали. Несколько недель назад они сказали, что да, цель достигнута, ставки по ипотеке снижены с 8% до 4%. А буквально позавчера я слышал анонс, что ипотечный рынок США вернулся к активности предкризисного периода, 7-летней давности.

Вот опять есть над чем подумать. По крайней мере, в их случае мы имеем успешный прецедент того, как лежащая ипотека ими была поднята. Что получится – будем смотреть дальше.

Просто для справки. То же самое по денежной базе Японии. Комментировать не буду. Верхние колонки – по инструментам. Тоже мы видим 80% с лишним вся эмиссия японских юаней под бюджет. Нижние – по срокам. Тоже большая доля на сверхдлинные и длинные бумаги. Просто для справки. Очень похоже.

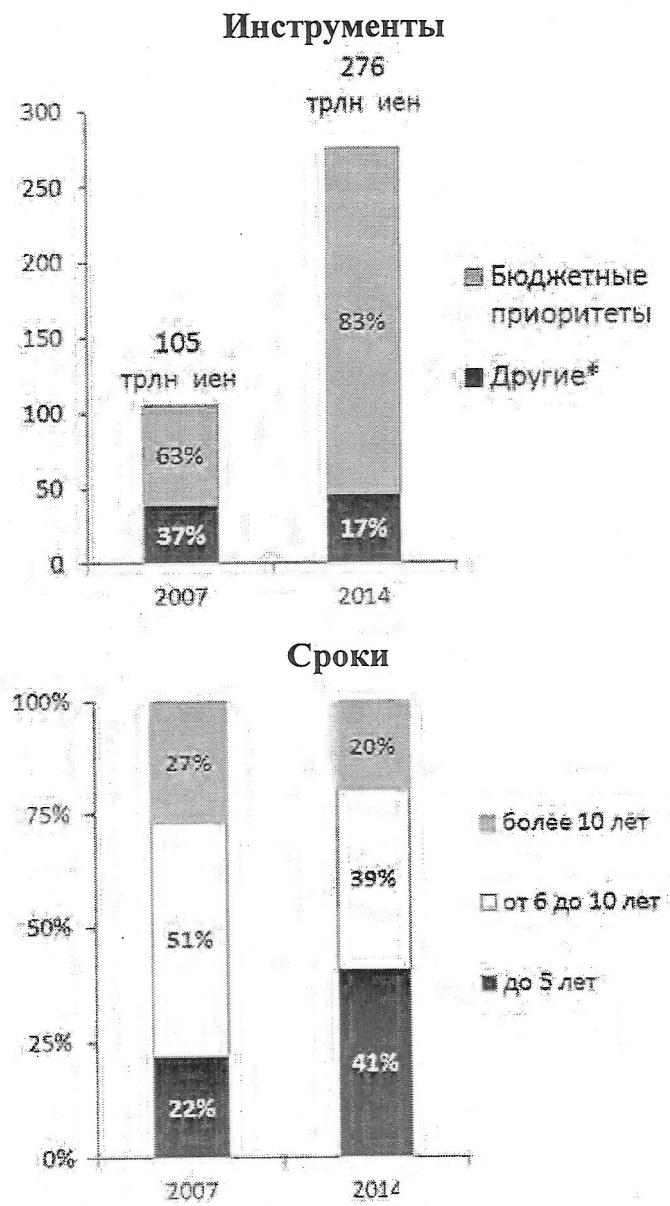


Рис. 2. Денежная база японской йены

* Другие включают в том числе золото, финансирование под обеспечение различных инструментов (облигации, коммерческие бумаги и т.д.)

Источник: Ершов М. по данным Банка Японии.

Всероссийская конференция

Просто почему? Две самые зрелые (напомним сами себе) финансовые системы мира в течение многих лет (не только сейчас, после кризиса, а это у них десятки лет такая практика) используют такие подходы, таким образом формируя свои длинные ресурсы, свою длинную базу. Опять есть над чем подумать.

Сейчас у нас пока санкции, да. Нам денег не дают, ограничили. Мы начинаем чувствовать себя некомфортно. Понятно. Но вот, скажем, ситуация нормализуется, и длинные деньги опять будут даваться. И мы опять с радостью скажем, что да, у них там деньги длинные, объемные, дешевые, и все туда опять ринемся.

А может быть, нам все-таки стоит попытаться использовать и делать у себя некие похожие механизмы? А если нет, тогда почему нельзя? Скажут: вот, деньги разбазарят, разворуют. Такие риски есть везде. На то есть специальные органы, которые, по идеи, призваны такие вещи не допускать. И потом, дальше будет требоваться опять-таки не эмоциональный анализ, что вот, у нас не получится, никогда не получалось, а необходим технический анализ. Вот есть их подход, он таков, мы хотим сделать нечто похожее у себя. Где риски, где некие проблемы, где некие пути решения этих же вопросов в наших условиях. Вот такой профессиональный, технический, с карандашом, с бумагой, до-тошнейший, подробнейший анализ: за, против, риски, обход рисков, минимизация и так далее.

Но мне кажется, если мы эти проблемы решим, тогда у нас перспективы нашего развития будут гораздо более серьезными. И инновационного, и наукоемкого, и вообще в целом развития страны.

Дополнительная информация: <http://www.ershovm.ru>