

## О новых финансовых механизмах в условиях санкций

Текст: **Михаил Ершов**, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук (<http://www.ershovm.ru>).



**Новый виток санкций США и ЕС против России еще больше усиливает необходимость увеличения роли внутреннего рынка и национальных монетарных властей для обеспечения бесперебойного экономического развития страны. Поскольку вводимые ограничения в большой степени касаются вопросов доступа на финансовые рынки (получения кредитов, размещения ценных бумаг и др.) необходима активизация внутренних механизмов формирования денежных ресурсов, которые восполнили бы сокращение внешнего финансирования. Это может предполагать значительную корректировку проводившейся ранее денежно-кредитной и финансовой политики, которые в большой степени предполагали опору на международные рынки, что и отразилось в устойчивом росте внешнего долга российских банков и компаний.**

В сложившихся новых условиях важно обеспечить приоритетную роль внутренних источников монетизации, сокращая роль внешних источников, которая сохраняется высокой (гр. 1). Целесообразно также провести последовательное замещение иностранных заимствований контролируемых государством банков и корпораций внутренними источниками кредита. Для этого необходимо расширение механизмов и инструментов финансирования экономики со стороны ЦБ РФ и Минфина. В этой связи следует более оперативно и широко внедрять уже предложенный новый инструмент ЦБ РФ, предполагающий долгосрочное (до 3-х лет) рефинансирование под инвестиционные проекты (хотя мы понимаем, что для поддержания требуемого уровня долгосрочных инвестиций, такие сроки явно недостаточны). Напомним при этом, что рефинансирование на 3 года масштабно использовалось со стороны ЕЦБ (механизм LTRO). В настоящее время там введены еще более продолжительные сроки (4 года). Укажем, что для минимизации рисков участников в США даже заранее объявили процентную ставку, определяющую стоимость финансирования - до середины 2015 г.

Необходимо дальнейшее расширение ломбардного списка Банка России при осуществлении рефинансирования. Этот список должен включать

более широкий перечень крупных системообразующих (равно как и средних и мелких компаний), чьи рейтинги соответствуют критериям Банка России. При необходимости возможно рассмотреть смягчение критериев рейтингования для расширения охвата участников.

Целесообразна диверсификация рынков и источников привлекаемых валютных ресурсов. Речь может идти, в частности, о финансовых системах японской иены, швейцарского франка, юаня.

По примеру развитых стран (США, Япония) российским монетарным властям целесообразно делать акцент на формировании целевых длинных и сверх-длинных ресурсов (30 лет в США, 40 лет в Японии) с невысоким уровнем процентной ставки, 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.

В настоящее время именно такие механизмы преобладают в самых зрелых финансовых системах мира (гр. 2-3).

Для минимизации рисков нецелевого использования формируемых

рублевых средств, а также рисков, связанных с нежелательным давлением на валютный рынок и курс рубля, необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на дестимулирование ухода полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии, Японии) и должны предполагать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями - норм резервирования, достаточности капитала и др. Должны использоваться налоговые стимулы, а также иные механизмы, предотвращающие нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок (в том числе посредством использования спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

Валютное фондирование (рефинансирование) для обслуживания уже взятых валютных кредитов при достижении значений, приводящих к нежелательному сокращению валютных резервов страны, может потребовать создания специализированных валютных фондов для указанных целей. В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время

вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

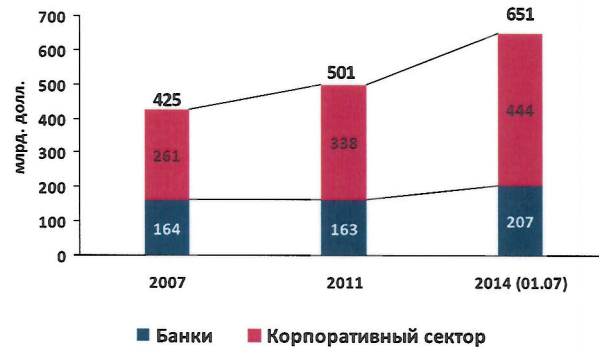
Для стимулирования экспортеров к продаже валюты необходимо также внедрить уже упомянутый выше широкий комплекс мер (резервов, балансовых нормативов, налоговых рычагов), формирующих более выгодные условия хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте.

В целях повышения доверия к рублю Центральному Банку следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми он располагает. Речь идет в частности о том, что размер золото-валютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) в **1,5 раза!** Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы, а курс может быть установлен таким, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Такое понимание необходимо довести до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Напомним также и о применявшихся ранее рычагах дестимулирования ухода в валюту, когда в 1998 г. была введена, так называемая, «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям» (1,2). При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения, а затем, когда ситуация стабилизировалась, указанная мера была отменена.

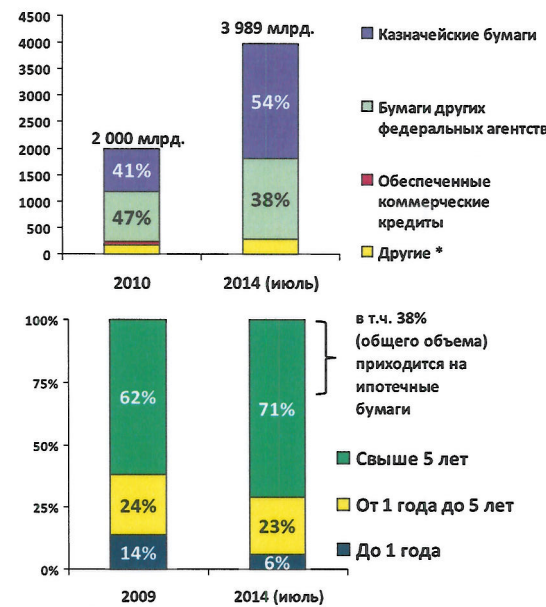
Чтобы минимизировать повышающее воздействие на курс рубля вследствие продажи валюты Центральному банку необходимо также

**[График 1]** Внешний долг российских банков и корпораций (млрд долл.)



Источник: ЦБ РФ.

**[График 2]** Денежная база доллара США

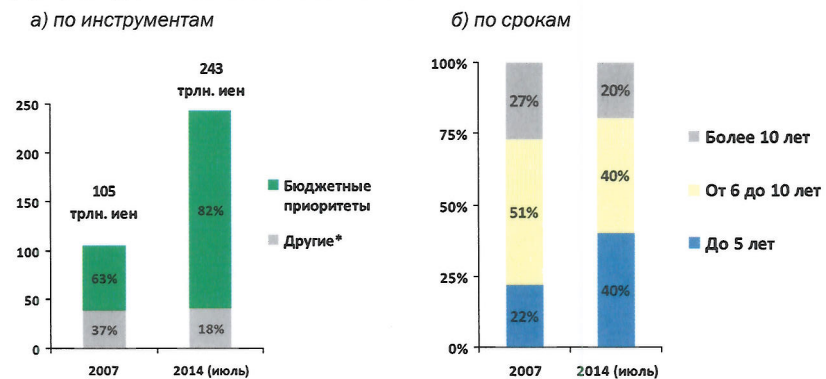


а) по инструментам

б) по срокам

\*средства в расчетах, swaps, золото, кредиты и др.  
Источник: построено по данным USFed.

**[График 3]** Денежная база японской иены



\* в том числе финансирование под обеспечение различных инструментов (облигации, коммерческие бумаги и т.д.).  
Источник: построено по данным Банка Японии.

рассмотреть возможность уменьшения участия ЦБ в указанной операции при одновременном повышении роли Минфина. Последний может начать осуществлять выпуск целевых казначейских рублевых облигаций (см. Примеч.). На вырученные Минфином средства им будет затем покупаться валюта у экспортеров, которая может быть использована для целей адекватного валютного обеспечения экономических участников (для чего может быть создан специальный валютный фонд Минфина).

Примеч.

Облигации должны покупаться за рубли в первую очередь Центральным Банком (за счет роста денежной базы – т.е. эмиссии рублей) у Минфина, который затем будет использовать эти рубли для прямой покупки валюты у экспортеров (без выхода на валютный рынок). Это позволит миновать валютный рынок, уменьшив тем самым повышательное давление на курс рубля. Формирующиеся таким образом валютные средства у Минфина будут использоваться как дополнительный валютный источник для остальных участников экономики, восполняя сокращающиеся вследствие санкций внешние валютные источники.

В условиях санкций необходимо более активное использование бюджетных механизмов для стимулирования экономического роста. В целом, очевидно, что рост экономики должен основываться на увеличении дополнительных финансовых ресурсов, делаю-

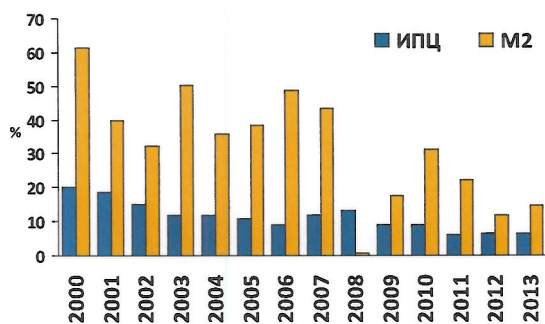
щих такой рост возможным. И если раньше российская экономика при финансировании в немалой степени опиралась на международные рынки, то теперь при их закрытии решающую роль неизбежно должны будут играть внутренние источники финансовых ресурсов. При этом речь должна идти о нетто притоке финансирования в целом, а не о привлечении ресурсов с других сегментов внутреннего рынка (поскольку это будет означать лишь переток средств и не приведет к приросту уровня ресурсов в экономике в целом). Здесь и должны сыграть свою важную роль механизмы бюджетного дефицитного финансирования, как важные стимулы экономического роста в новых условиях.

Именно на такие механизмы постоянно опираются ведущие экономики мира. Так, в частности, в США за период 1974–2013 гг. дефицит бюджета наблюдался в течение 36 лет и суммарно составил 10,8 трлн долл., при этом прирост номинального ВВП в итоге составил более 15 трлн долл. В свою очередь, в Великобритании за период 1975–2013 гг. дефицит бюджета наблюдался в течение 35 лет и составил 1,2 трлн ф. ст., при чем прирост номинального ВВП в итоге составил 1,5 трлн ф. ст. В Японии за 1994–2013 гг. бюджетный дефицит отмечался ежегодно (его суммарный объем достиг 5,7 трлн долл.) при этом прирост ВВП составил 1,6 трлн

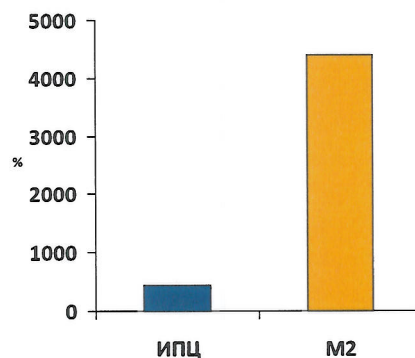
долл. (Отметим, что хотя формально рост экономики был относительно небольшим, тем не менее, с учетом масштабных системных проблем, с которыми сталкивалась японская экономика в течение многих лет, можно предположить, что не будь использована мощная бюджетная поддержка, японская экономика столкнулась бы с существенным и долгосрочным спадом.) Более того, по недавним оценкам МВФ, «бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии...позволили добиться впечатляющего оживления (выделено нами. – М.Е.) экономической активности» (3).

Не следует преувеличивать также вероятность возникновения больших инфляционных рисков вследствие расширения рублевой массы. В условиях, когда масштабы монетизации (соотношение М2/ВВП) российской экономики по-прежнему относительно невысоки (около 45% по сравнению с уровнем, превышающим 100% у основных конкурентов) сохраняется возможность абсорбирования финансовых ресурсов на безинфляционной основе. Имеющийся опыт, когда в 2000–13 гг. ежегодный прирост цен в России устойчиво многократно отставал от ежегодного прироста денежной массы (а с учетом значительной немонетарной доли в российской инфляции итоговая монетарная величина будет еще меньше, чем на гр. 4–5), позво-

**[График 4]** Прирост денежной массы (М2) и инфляция (г/г, %)



**[График 5]** Прирост денежной массы (М2) и инфляция за 2000–2013 гг. (%)




Источник: рассчитано по данным Росстата и ЦБ РФ.

ляет заключить, что с точки зрения обеспечения экономического роста преимущества от монетизации превышают ее инфляционные риски.

Следует со всей тщательностью оценить новые возможности, возникшие вследствие введения поправок в ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации» (поправки от 23.07.2013 г). Речь, в частности, идет о ст. 34.1, где теперь более расширенно трактуются цели Банка России

- «устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в т.ч. для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста» (выделено нами. – М.Е.). Это дает основание ожидать более активную роль ЦБ РФ в стимулировании экономики (по примеру ряда ведущих стран, в частности, ФРС США). С учетом важнейшей системообразующей роли ЦБ в экономике, его большая вовлеченность в реальные экономи-

ческие процессы может оказать решающее воздействие на укрепление позиций страны.

Обо всех подобных шагах не раз говорилось раньше, но сейчас ситуация складывается таким образом, что необходимость их реализации становится все более безотлагательной для обеспечения устойчивого развития российской экономики в условиях обострившейся ситуации и новых вызовов. 

---

**Сноски:**

(1) Указание ЦБ РФ №367-У от 23.09.98.

(2) Эта мера существенно ограничивала нетранзакционный (отличный от обеспечения внешнеторговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спрос банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в начале дня (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена чисто как страховой актив или для спекулятивных целей).

(3) Перспективы развития мировой экономики. МВФ. Октябрь 2013. С 1.

---