

РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА КАК ИСТОЧНИК “ДЛИННЫХ” ДЕНЕГ

© 2011 З.Я. Файзуллаев

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

E-mail: zakir.faiuzullaev@gmail.com

Рассматриваются аспекты создания “длинных” денег в экономике, коэффициент монетизации как показатель насыщенности экономики деньгами, ставка МБК как показатель эффективности рефинансирования Центробанка РФ, а также рассмотрен зарубежный опыт.

Ключевые слова: рефинансирование, банковская система, денежно-кредитная политика, центральный банк, коэффициент монетизации.

В проекте Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации до 2015 г. указываются проблемы, которые сдерживают развитие банковской системы: недостаточная вовлеченность в финансирование экономических процессов, низкая способность российских банков к конкуренции с ведущими кредитными организациями стран Европы, Америки и Азии на международных финансовых рынках, слабая степень развития конкуренции на рынках отдельных финансовых и банковских продуктов и услуг, ограниченность ресурсной базы и ее краткосрочный характер.

Когда перед российской экономикой стоят системные задачи инновационного развития и модернизации, которые требуют масштабных и долгосрочных инвестиций, проблема отсутствия “длинных” денег становится тем более значимой.

На протяжении всей новейшей истории рыночных преобразований проблема “длинных” денег постоянно привлекает к себе внимание. В разное время предпринимались усилия по формированию более устойчивой ресурсной базы финансовой системы - вводились льготные нормы резервирования по “длинным” деньгам, чтобы сделать их более привлекательными. Обсуждались возможности использования безотзывных вкладов - и дис-

куссии об этом все еще продолжают. На время кризиса появилась возможность получения более длинных ресурсов через рефинансирование Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ) (потом она была отменена)¹.

По мнению отдельных специалистов, к 2012 г. показатель, определяющий отношение денежной массы к валовому внутреннему продукту (ВВП) (коэффициент монетизации) должен составить 65-70 % ВВП, к 2015 г. - 80-90 % ВВП. Для сравнения они приводят средний уровень этого показателя в развитых странах. В 2007 г. он составлял 80-120 %, в Китае в 2008 г. - более 160 %, что примерно в 4 раза больше, чем в России (см. таблицу). При такой денежной политике ожидается увеличение насыщенности кредитами до 70-80 % ВВП².

“Необходимо отказаться от режима эмиссии рублей Центральным банком только против валютных поступлений, поэтапно воссоздать эмиссионный механизм рефинансирования Банком России коммерческих банков под увеличение их кредитов в меру роста заемных потребностей реальной экономики (в соответствии с общепринятой мировой практикой)”, - отмечено в научном докладе Ю.М. Голанда “Новая парадигма денежно-кредитной и валютной политики”³.

Коэффициент монетизации России за период с 2005 по 2010 г.

Год	Денежная масса (M2), млрд. руб.	ВВП России, в текущих ценах	Коэффициент монетизации, %
2005	4363,3	21 609,8	20
2006	6044,7	26 917,2	22
2007	8995,8	33 247,5	27
2008	13 272,1	41 264,9	32
2009	13 493,2	38 797,2	35
2010	15 697,7	44 491,4	35

Источник. Федеральная служба государственной статистики, Центральный банк РФ.

Говоря о манипулировании объемом денежной массы, как инструменте денежно-кредитного регулирования, следует вспомнить о том, что государство на протяжении всего развития выполняло определенные функции, в том числе и выпуск в обращение денежных знаков. Однако, помимо технической, этот инструмент выполняет и экономическую роль. Рассмотренная ранее количественная теория денег, развитая в конце XX в. монетаризмом, уделяет особое внимание вопросам регулирования денежной массы.

Пропагандируемые ортодоксально-монетаристскими концепциями мероприятия по установлению целевых ориентиров прироста денежной массы в обращении (политика таргетирования) получили широкое распространение на Западе с середины 1970-х гг. в связи с усилением инфляционных процессов. Предложения об использовании в качестве промежуточной цели денежной массы базировались на идее существования тесной взаимосвязи между ней и номинальным ВВП. Однако с самого начала характер и способы таргетирования отличались значительным разнообразием и отклонением от стандартов ортодоксальных вариантов в такой политике. Иногда установление целевых ориентиров носило во многом формальный характер, превращалось в обычное прогнозирование. В то же время в ряде стран оно оказалось более действенным. Сами целевые ориентиры фиксировались по-разному - либо твердой контрольной цифрой допускаемого роста по одному или сразу нескольким денежным агрегатам на предстоящий период (квартал, год), либо "коридором" с верхней и нижней границами колебаний.

Как правило, политика целевых установок, ограничивающих рост денежной массы, носит индикативный характер. Достижение намеченных целей зависит от эффективности применения различных методов регулирования, воздействующих на величину денежной массы. В то же время публичное установление целевых ориентиров оказывает влияние на инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов. Таргетирование в соответствии с традиционным подходом рассматривается как долгосрочный метод регулирования, направленный, невзирая на конъюнктурные колебания, на обеспечение стабильного роста денежной массы и создание благоприятных условий для равновесного экономического развития.

Колоссальное влияние динамики курса национальной валюты на экономику ставит проблему валютного регулирования в ранг первостепенных задач деятельности Центрального банка. Валютный курс прямо или опосредованно воздействует на многие макроэкономические явления и процессы - уровень инфляции, инвестиционную активность, конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей, состояние платежного баланса и др. Поскольку роль валютного курса носит многогранный и зачастую противоречивый характер, для более глубокого понимания валютного регулирования разграничим валютный и девизный курсы. Валютный курс отражает стоимость иностранной валюты в национальной, а девизный - национальной валюты в иностранной.

Валютное регулирование представляет собой систему законодательных норм и экономических мер, реализуемых государственными органами с целью установления соотношения национальной валюты и важнейших иностранных валют, порядка обращения иностранной валюты внутри страны, осуществления международных расчетов и, как следствие, влияния на уровень и динамику инфляции.

Многогранность проявляется в том, что любое изменение курса воздействует на широкий спектр экономических параметров. Так, увеличение валютного курса приводит к росту цен товаров иностранного производства и частично отечественных (как правило, с импортными составляющими), увеличению экспорта и, как следствие, к повышению совокупного спроса и занятости, укреплению позиций отечественных товаропроизводителей, а следовательно, к увеличению их прибылей и налоговых отчислений в бюджеты всех уровней. Одновременно с положительными тенденциями наблюдаются и негативные - рост издержек производства и возможное сокращение его объемов, усиление инфляционных процессов, вызванное в том числе и за счет роста инфляционных ожиданий населения, сокращение иностранных инвестиций. Поэтому целью государственного регулирования является, во-первых, стабильность курса национальной валюты, недопущение резких перепадов и скачков, во-вторых, преодоление валютных ограничений и переход к конвертируемости валюты и, в-третьих, либерализация валютных операций.

Инструменты государственного воздействия на динамику валютного курса можно подразде-

лить на косвенные (экономические) и прямые (административные). К первой группе следует причислить весь арсенал денежно-кредитной и финансовой политики, поскольку на валютный курс влияют многие экономические показатели, в том числе и количество денег в обращении, нормы процента, уровень инфляции и т.д. Так, ужесточение денежно-кредитной политики ограничивает рост денежной массы, а значит, относительно сокращается предложение национальной валюты на валютных рынках, что, соответственно, должно привести к повышению ее курса.

Методы прямого регулирования непосредственно воздействуют на валютный курс. В мировой и отечественной практике к ним относятся “валютные коридоры”, интервенции и ограничения. Особое место принадлежит девизной политике - воздействию на курс национальной валюты путем купли-продажи государственным органами иностранной валюты.

Различают колеблющийся, фиксированный и принудительный валютный курс. Колеблющийся - свободно изменяющийся под воздействием спроса и предложения на денежном рынке. В условиях фиксированного валютного курса соотношение между национальными валютами основывается на законодательно определяемых валютных паритетах. При принудительном валютном курсе его установление производится в условиях валютных ограничений жестко и официально. Как правило, это порождает функционирование черного рынка, где купля-продажа иностранной валюты происходит стихийно.

Фиксирование курса в определенных размерах носит название “валютного коридора” и имеет целью стабилизировать, сделать регулируемы изменения на валютном рынке. Поддержание рамок коридора достигается при помощи валютных интервенций центрального банка (купли-продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке) и введения валютных ограничений (блокирование валютной выручки экспортеров, лицензирование продажи иностранной валюты импортерам, ограничение экспорта капитала и стимулирование его притока).

Диверсификация валютных резервов направлена на регулирование структуры валютных резервов путем включения в их состав разных валют с целью обеспечения международных расчетов, проведения валютных интервенций и защиты от валютных потерь.

Вопросы изменений валютных курсов по определению связаны с международными экономическими отношениями и являются объектом межгосударственного регулирования. Здесь выделяются несколько теоретических подходов различных школ и направлений экономической науки: теория паритета покупательной способности, теория регулируемой валюты, теория ключевых валют, теория фиксированных паритетов и курсов, теория плавающих валютных курсов и нормативная теория.

Влияние совокупности инструментов денежно-кредитного регулирования на состояние национальной экономики делает актуальным вопрос о передаточном, или трансмиссионном, механизме воздействия денежно-кредитной политики. Речь идет прежде всего о механизме воздействия денежной массы на уровень цен и объем производства. Если основоположники количественной теории денег были сторонниками прямого воздействия массы денег на цены и другие экономические переменные, то начиная с начала XIX в. получила распространение концепция косвенного механизма (Г. Торнтон, Д. Рикардо, Виксэль, а затем Кейнс), в соответствии с которой данное воздействие опосредуется ставкой процента, которая влияет на совокупные расходы (прежде всего инвестиционные) и соответственно на объем производства. Впрочем, такая позиция была подвергнута критике со стороны М. Фридмана. Существующие подходы к методологии денежно-кредитного регулирования сталкиваются и при определении каналов воздействия денежно-кредитных инструментов на экономику.

В современных условиях значительная часть банковских активов приходится на нерыночный сегмент. Рефинансирование под залог таких активов может оказаться весьма востребованным, но только в условиях кризиса. В условиях экономической стабильности банки предпочитают более дешевые заимствования на межбанковском рынке, самые крупные на Западе. Но при угрозе кризиса лимиты на межбанковском рынке могут оказаться недоступными. А заимствования за рубежом могут осуществить не все банки. Поэтому важно, чтобы на рефинансирование при угрозе кризиса мог рассчитывать широкий круг банков.

Существует практика рефинансирования под залог нерыночных активов за рубежом (например, у Европейского центрального банка и Банка Японии), но она слабо распространена. Причина в

том, что рыночных инструментов в развитых странах гораздо больше: больше и государственных ценных бумаг, и корпоративных облигаций, а в России этот выбор пока крайне невелик.

Решающую роль играют центральные банки как главные эмиссионные центры, которые формируют основу “длинных” денег. Так, в двух самых мощных экономиках мира - в США и Японии - при формировании денежного предложения (денежной базы) основное место занимают долгосрочные государственные облигации, которые выпускаются в целях финансирования бюджетного дефицита. Затем эти бумаги покупаются центральными банками и остаются на их балансах. В результате в экономику поступают длинные целевые ресурсы. Такая практика устойчиво применяется последние десятилетия.

В случае возникновения кризиса ликвидности эффективным инструментом является возможность шире пользоваться рефинансированием. Важно, чтобы оно всегда было доступно, когда начинают расти ставки межбанковских кредитов (МБК). Многое будет зависеть от условий, на которых ЦБ предложит рефинансирование под нерыночные активы. Пока стоимость “короткого” рефинансирования в ЦБ существенно превышает ставки МБК, пока ставки кредитов ЦБ сильно оторваны от реального рынка, рефинансированию не удастся стать инструментом постоянного регулирования объема денег в экономике и играть ту же роль, которую играют ставки национальных банков в развитых странах. В частно-

сти, ставка рефинансирования по состоянию на 15 марта 2011 г. установлена на уровне 8 %, в то время как средневзвешенная ставка рынка МБК в 2010 г. составила около 3,1 %.

В мировых финансовых центрах доля однодневных межбанковских кредитов в общей массе сроков кредитования превышает 95 %. Это объясняется нормативными актами регулирующих органов (Базель II). В результате банки все меньше готовы представлять друг другу необеспеченные кредиты, все большую роль начинают играть сделки, обеспеченные различными активами, главным образом, ценными бумагами. В основном это межбанковские сделки РЕПО, посредством которых денежные средства могут передаваться на более длительные сроки.

В настоящее время делаются попытки вовлечения в экономику накапливаемых длинных ресурсов пенсионного и страхового характера, расширяются ресурсы специнститутов (ВЭБ, РБР). Однако в системном плане, в масштабе всей экономики, задача остается нерешенной. А главным источником “длинных” денег, как и раньше, остаются международные рынки (хотя во время кризиса получать деньги и там было непросто).

¹ *Ершов М.* Не там ищем // Эксперт. 2011. № 9 (743). С. 40-42.

² Состояние банковского сектора в 2009 году // Вестн. Банка России. 2010. № 16 (1185). С. 8-9.

³ Стратегические ориентиры экономического развития России: науч. докл. СПб., 2010.

Поступила в редакцию 06.01.2011 г.