

Особенности финансового кризиса и перспективы развития финансовых рынков в России

В.Е. Маневич, д.э.н.

Институт проблем рынка РАН

Бизнес и банки, 2008, №№ 44, 45

Ключевое значение для экономической активности имеет отношение между рыночной оценкой акций и издержками замещения основного капитала. Хроническая недооценка капитала на российском фондовом рынке оказывает депрессивное воздействие на агрегированные инвестиции. Правительство может воздействовать на рыночную оценку акций, расширяя предложение денег и облигаций. Управление федеральным долгом должно сочетаться с использованием инструментов монетарного контроля.

Превращение фондового рынка в основной канал внешнего финансирования корпораций предполагает достаточный уровень рентабельности экономики и эффективности использования ресурсов. Пока этот уровень не достигнут, основным каналом перераспределения сбережений должна оставаться банковская система, а основным сегментом фондового рынка – рынок обязательств федерального правительства.

Анализ состояния финансовых рынков нередко сводится к количественным показателям (биржевые индексы, капитализация рынка и т.п.), а направления совершенствования рынков – к нормотворчеству и к перспективам роста тех же «валовых» показателей. Иногда рассматривается состав участников фондового рынка и его роль в финансировании инвестиций. Так, ряд авторов отмечают, что российских фондовый рынок остается, преимущественно, спекулятивным, причем не только обращение прежних выпусков, но даже новые выпуски ценных бумаг слабо связаны с реальными инвестициями. Согласно данным, приводимым в статье А. Абрамова и А. Радыгина,¹ лишь 14,7% средств, привлеченных в результате размещения на фондовом рынке акций и 0,4% средств, привлеченных путем размещения корпоративных облигаций (в сумме – 7,5%), используется для инвестиций в основной капитал. Основная часть этих средств используется для рефинансирования долга и перераспределения собственности². Однако воздействие финансовых рынков на макроэкономические процессы *в экономике в целом* остается, по преимуществу, вне поля зрения экономистов и политиков.

Макроэкономический подход к анализу и регулированию финансовых рынков

В своем анализе мы опираемся на теоретические положения, развитые Джеймсом Тобином, в частности, на его q -теорию капитала³ и теорию управления государственным долгом и денежным предложением⁴. Здесь q – коэффициент, отображающий отношение между рыночной оценкой капитала и реальными издержками его замещения, и, соответственно, между реальной доходностью капитала и рыночной доходностью представляющих его акций. Как будет показано ниже, на российском фондовом рынке величина q остается меньше единицы даже в условиях рекордного роста биржевых индексов.

Ключевой проблемой при анализе финансовых рынков является раскрытие механизма, связывающего финансовые переменные с реальными инвестициями и агрегированным спросом в экономике в целом. Как пишет Джеймс Тобин, «этот механизм является областью наибольшей практической важности для денежной политики, и, в то же время, областью наибольшего неведения»⁵. Соответственно, главной целью совершенствования и регулирования финансовых рынков, является контроль над агрегированной экономической активностью. В конечном счете, эффективность функционирования финансовых рынков и проводимой денежной и финансовой

политики зависит от их способности влиять на условия, на которых инвесторы готовы увеличивать реальный капитал, и, следовательно, на динамику инвестиций.

На фондовом рынке накопленный и вновь вводимый капитал получает рыночную оценку. Эта оценка детерминируется тем уровнем доходности, которая устраивает инвесторов. Чем ниже приемлемая для инвесторов доходность акций, тем выше рыночная оценка реального капитала. Причем для динамики инвестиций, деловой активности, агрегированного спроса важна не сама по себе эта оценка (рост или падение биржевых индексов), а ее соотношение с реальной восстановительной стоимостью капитала, т.е. с издержками его замещения на современном техническом уровне при текущих ценах на инвестиционные товары.

Если инвесторы на финансовом рынке желают и стремятся расширить свой запас акций, представляющих реальный капитал, при более низкой норме дохода по сравнению с реальной доходностью существующего и вновь вводимого капитала, т.е. при несколько завышенной его рыночной оценке, растут инвестиции, повышается экономическая активность в обществе в целом. И, напротив, если инвесторы требуют более высокой доходности акций по сравнению с доходностью реального капитала, исчисляемой относительно его восстановительной стоимости (издержек замещения), т.е. при заниженной рыночной оценке капитала, инвестиции оказываются ниже сбережений, возникает тенденция к депрессии.

Таким образом, воздействие финансового рынка на экономику зависит не только от того, какой объем сбережений трансформируется в инвестиции посредством рынка, или какая часть инвестиций финансируется посредством размещения акций и облигаций, но и от того, в каком направлении и в какой степени рыночная оценка капитала отклоняется от его реальной восстановительной стоимости.

Конечно, не всякий рост биржевых индексов является желательным. При чрезмерном завышении рыночной оценки капитала возникает «финансовый пузырь», а средства, извлеченные корпорациями в результате такого завышения, далеко не всегда инвестируются в реальный капитал. Они могут использоваться для установления корпоративного контроля или растрачиваться на непроизводительное потребление. Как пишет Стиглиц, неверно, будто бы государство обычно тратит деньги впустую, а частный сектор – всегда с пользой. Частный сектор транжирит деньги в таком темпе и таким образом, какие и не снились большинству государственных чиновников; «главы корпораций управляют своими империями без всякого сдерживания, соперничая с наименее демократическими правительствами»⁶.

С другой стороны, даже резкий рост биржевых индексов может оказаться недостаточным, и не обеспечить подъема инвестиций, если рыночная оценка капитала первоначально была кратно занижена и осталась заниженной относительно его реальной стоимости.

Если периодически возникающая переоценка капитала («финансовый пузырь») является механизмом бумов и кризисов, то хроническая недооценка капитала ведет к длительной стагнации экономики. Разумеется, хроническая стагнация не предохраняет страну от влияния мировых кризисов, не делает ее островом стабильности.

Рыночная оценка капитала определяется многими факторами, экономическими, психологическими, политическими и т.д. Если ограничиться рассмотрением экономических факторов, можно сказать, что отклонение рыночной оценки капитала от его реальной стоимости зависит от изменений доходности реального капитала и от спроса и предложения денег: Повышение доходности капитала, в обстановке общего оптимизма, может способствовать опережающему повышению его рыночной оценки; увеличение предложения денег *в условиях относительной негибкости товарных цен*

ведет к снижению ставок процента и норм дохода в экономике в целом, следовательно, также способствует повышению рыночной оценки капитала. Снижение доходности капитала и сжатие денежного предложения вызывают обратный эффект. В общем случае, правительство не может непосредственно воздействовать на изменения доходности капитала, определяемой уровнем технологии и эффективностью использования ресурсов, но оно может воздействовать на рыночную оценку капитала, и, тем самым, на экономическую активность, через регулирование предложения денег и государственных обязательств. Таким образом, государственное воздействие на фондовый рынок может использовать инструменты как денежной, так и финансовой политики.

Целью денежной политики, как она определяется в мировой экономической науке, является экономическая стабилизация, поддержание равновесия в условиях высокой занятости. Денежная политика и политика управления федеральным долгом достигает своей цели, если она целенаправленно воздействует на рыночную оценку капитала, позволяющую абсорбировать растущий объем сбережений. Неверно сводить цель денежной политики к ограничению инфляции и регулированию валютного курса, как это делают руководители ЦБ РФ ⁷.

В последнее десятилетие в экономике развитых стран расширение денежного предложения вызывало не столько рост цен товаров, сколько повышение цены акций и обязательств, и, соответственно, снижение их доходности ⁸. Этот вывод применим и к России: инфляция в России определялась, в основном, немонетарными факторами, но курс ценных бумаг, определенно, реагировал на изменения денежного предложения.

Разумеется, на рыночную оценку капитала влияет множество других факторов, поэтому не следует думать, что для регулирования финансового рынка достаточно манипуляций с денежным предложением или государственным долгом.

Определяемая фондовым рынком доходность акций, представляющих реальный капитал, не существует в вакууме, она зависит от доходности альтернативных активов: депозитов, облигаций правительства, иностранных активов и т.д., а также от инфляции цен, которую можно рассматривать как отрицательную доходность денег. Контролирующую роль может играть также доходность акций корпораций тех или иных отраслей. Резкий межотраслевой разрыв в рыночной доходности акций приводит к монополизации рынка немногими корпорациями и устранению с фондового рынка корпораций низко доходных отраслей. Высокая доходность акций сырьевых корпораций привлекает инвесторов в эти отрасли, но формирует высокую предельную эффективность для рынка в целом, что делает неприемлемыми для инвесторов вложения в капитал других отраслей, причем не только посредством фондового рынка. В 2007 году в добычу полезных ископаемых направлялось 64% прямых иностранных инвестиций, в обрабатывающие производства – 12%.

Нужно иметь в виду, что высокая номинальная доходность сырьевых отраслей во многом формируется преходящими факторами (конъюнктура мировых рынков энергоносителей) или политикой правительства (например, повышением внутренних цен на газ, сдерживанием укрепления рубля и сохраняющимся отклонением валютного курса вниз от паритета покупательной способности). Как пишут А. Абрамов и А. Радыгин, инвесторы, «покупая финансовые инструменты российских компаний, приобретают не умение менеджеров, а *способность государства поддерживать высокие доходы контролируемых им корпораций за счет мер административного характера и высокого спроса на энергоносители и другие сырьевые ресурсы*» ⁹.

Если доходность активов, альтернативных реальным инвестициям, столь высока, что она резко ограничивает накопление физического капитала, правительство может исправить ситуацию двумя путями: (а) снизить доходность альтернативных активов,

и/или (б) заместить частные сбережения финансовыми активами правительства, а частные инвестиции – общественными расходами ¹⁰. В частности, снижение номинальной доходности сырьевых корпораций в случае реальной оценки их капитала могло бы, в среднесрочной перспективе, открыть фондовый рынок для обрабатывающих отраслей.

Если не представляется возможным снизить доходность акций, приемлемую для инвесторов (т.е. повысить рыночную оценку капитала), до такого уровня, при котором инвестиции в реальный капитал абсорбируют осуществляемые в обществе сбережения, правительство может и должно использовать методы прямого вмешательства на финансовых рынках. *Во-первых*, оно может использовать своих агентов (государственные банки, институты развития, государственные инвестиционные компании и т.д.) для финансового посредничества и регулирования ставки процента и норм доходности, *во-вторых*, прибегнуть к дефицитному финансированию государственных расходов, с тем, чтобы абсорбировать невостребованные сбережения, оказавшиеся избыточными относительно инвестиций, доходность которых приемлема для инвесторов. Как кредитная активность агентов правительства, так и расходы бюджета могут финансироваться за счет государственного долга и эмиссионного ресурса. Государственный долг и бюджетный дефицит, поглощающий *избыток* сбережений, который, в силу тех или иных причин, не может быть усвоен рынком капитала, – явление абсолютно нормальное. Более того, в определенных условиях достаточно развитый государственный долг необходим для поддержания экономической стабильности. Альтернативой государственному кредиту, в случае избыточных сбережений, является спрос на иностранные активы (вывоз капитала за границу).

Капитализация российского фондового рынка

За период с 2003 по 2007 год индекс РТС вырос в 6,4 раза, тогда как индекс Dow Jones – всего в 1,6 раза. Однако можно ли исключительно по биржевым индексам (например, по индексу РТС) судить об уровне капитализации российского рынка и о соотношении рыночной оценки капитала и издержек его замещения (восстановительной стоимости)? Для того чтобы составить представление об этом критически важном соотношении, нужно принять во внимание, насколько верно балансовая стоимость физического капитала отражает его восстановительную стоимость. Для анализа пореформенной российской экономики, в частности, для анализа функционирования фондового рынка, критически важно не только соотношение между рыночной и восстановительной стоимостью капитала, но и соотношение между его балансовой и восстановительной стоимостью.

В советской экономике балансовая стоимость капитального оборудования традиционно сильно занижалась. По оценкам ведущих советских специалистов в середине 1950-х годов балансовая стоимость была занижена в 1,5 раза ¹¹, к концу 1980-х годов, ориентировочно, в 2,5 раза ¹². В результате инфляции 1990-х годов этот разрывкратно увеличился. В 1993-1996 годах Госкомстат производил переоценку основных фондов в соответствии с темпами инфляции, в результате которой недооценка капитала периодически сокращалась, но не устранялась. Однако в 1997 году, накануне масштабной приватизации базовых отраслей, централизованные переоценки фондов были прекращены. Предприятиям была предоставлена возможность добровольной переоценки зданий и оборудования, которой в течение 4-5 лет не воспользовалась ни одна крупная фирма. В результате в 2000 году балансовая стоимость капитала в среднем по промышленности, согласно расчетам Ханина и Иванченко, была занижена в 9-10 раз. Причем особенно масштабным было занижение (в 11-12 раз) стоимости капитала в топливной промышленности, металлургии, электроэнергетике, т.е. именно в

тех отраслях, которые, преимущественно, представлены на фондовом рынке. В наименьшей степени была занижена балансовая стоимость в машиностроении (в 3 раза) и пищевой промышленности (в 4,6 раз). Соответственно, была завышена рентабельность активов. В 2000 году доходность топливной промышленности, исчисленная относительно восстановительной стоимости, была минимальной (менее 2%), доходность ряда других отраслей – отрицательной. Нужно, однако, иметь в виду, что большая часть прибыли нефтегазового комплекса реализовалась (и реализуется) в торговых наценках на его продукцию, так что реальная прибыль топливной промышленности была в 2-2,5 раза выше. В дальнейшем, по мере повышения мировых цен на нефть, доходность топливной промышленности существенно возросла, но этот рост носил конъюнктурный характер. Тем не менее, о какой-либо баснословной доходности ТЭК, включающей природную ренту, перераспределение которой способно решить финансовые и социальные проблемы общества, говорить не приходится.

Используя метод экстраполяции, предложенный Г.И. Ханиным и Н.В. Иванченко¹³, мы получили, что в 2006 году балансовая стоимость капитала в промышленности была недооценена в 7,5 раза. В 2007 году индекс цен в инвестиционном комплексе был выше темпа роста капитала, следовательно, недооценка балансовой стоимости, по крайней мере, не сократилась.

Согласно существующим международным оценкам, рыночная цена капитала на российском фондовом рынке в 2007 году превышала его балансовую стоимость в 2,4 раза. (Для мировых фондовых рынков в целом это показатель в 2007 году был равен 3,1)¹⁴. Но если принять, что балансовая стоимость была занижена, ориентировочно, в 7,5 раза, можно сделать вывод, что рыночная оценка капитала была ниже его восстановительной стоимости в 3 раза. Это означает, что прибыльность фондов, удовлетворяющая инвесторов на фондовом рынке, втрое превышала реальную доходность капитала. Если в западных странах падение фондовых индексов в 2008 году означает движение завышенной рыночной оценки капитала к его реальной цене, то в России снижение фондовых индексов означает, что отрицательный разрыв между рыночной оценкой и восстановительной стоимостью капитала увеличивается. Нужно отметить также, что биржевой кризис в западных странах разразился на фоне широкой денежной экспансии, способствовавшей образованию «финансового пузыря», который, в конце концов, должен был лопнуть. Напротив, в России в 2008 году проводилась политика жесткой денежной рестрикции, которая, по-видимому, способствовала снижению биржевых индексов (что, конечно, не исключает образования финансовых пузырей в некоторых сегментах рынка, в частности, в сегменте ипотечного и потребительского кредита). Денежная рестрикция официально оправдывается борьбой с инфляцией, но в действительности денежная рестрикция или экспансия Центрального банка зависит от ситуации на валютном рынке: от соотношения спроса и предложения иностранной валюты.

Из сказанного можно сделать следующие выводы. *Во-первых*, в современных условиях российской экономики привлечение капитала через фондовый рынок не обеспечивает замещение выбывающего физического капитала и накопление нового капитала, но, напротив, означает растрату капитала, передачу части капитала аутсайдерам в виде завышенной прибыли. Для эффективного функционирования фондового рынка экономика в целом должна достичь определенной степени эффективности и рентабельности. Российская экономика, очевидно, такого уровня прибыльности не достигла¹⁵. Высокая номинальная рентабельность сырьевых отраслей достигается, отчасти, за счет недооценки капитала, отчасти носит конъюнктурный характер, что делает российский фондовый рынок еще более неустойчивым, чем перегретый в недавнем прошлом рынок западных стран.

Во-вторых, кратное превышение реальной восстановительной стоимости капитала над его рыночной оценкой должно угнетающе воздействовать на инвестиционный процесс в экономике в целом.

Согласно официальной российской статистике, доля валового накопления основного капитала в ВВП в российской экономике последние 10 лет колеблется в пределах 15-25 процентов, и, в среднем, не многим отличается от соответствующих показателей стран Западной Европы и Северной Америки, хотя значительно уступает показателям стран Восточной Азии. Однако, как отмечают Г.И. Ханин и Д.А. Фомин¹⁶, международные сопоставления структуры использования ВВП на основе паритета покупательной способности за 1999 и 2002 год, выполненные с участием специалистов западных стран дают иную картину. Поскольку в российской экономике цены в инвестиционном комплексе в течение многих лет росли опережающими темпами, доля накопления в ВВП оказалась завышена, соответственно, доля конечного потребления и чистого экспорта – занижена. В 1999 году доля валового накопления основного капитала в ВВП составила, согласно международным сопоставлениям, 9,4% (официальные данные – 14,5%), в 2002 – 10,1 % (официальные данные – 17,9%). Опираясь на эти исходные цифры, и принимая во внимание, во-первых, изменение официальных данных о норме накопления, во-вторых, расхождение индексов цен инвестиционных и потребительских товаров в 2003-2007 годах, мы получили ориентировочную величину доли валового накопления в 2007 году – 12,5% (официальные данные – 21,1%)¹⁷. Согласно международным сопоставлениям, реальная доля накопления основного капитала в ВВП России была значительно ниже, чем в ВВП развитых и развивающихся стран, хотя модернизация российской экономики требует скорее более высокой, чем более низкой нормы накопления. Соответствующие данные приведены в таблице 1. Приведенные цифры подтверждают тезис, согласно которому недооценка капитала на фондовом рынке оказывает сильное депрессивное воздействие на инвестиции.

Таблица 1.

Доля валового накопления основного капитала в % от ВВП
(по международному сопоставлению валового внутреннего продукта)

	1999	2002
Россия	9,4	10,1
США	19,9	17,9
Япония	26,8	23,0
Европейский союз-15	17,7	15,9
Канада	20,4	18,8
Корея	24,2	25,7

Источник: Международные сопоставления валового внутреннего продукта.
Официальное издание. Федеральная служба государственной статистики, 2005.

Между тем, норма сбережения остается в России достаточно высокой, а разрыв между сбережением и накоплением представляет собой «чистое кредитование остального мира». Отказ от кредитования внешнего мира, полное инвестирование сбережений позволили бы значительно повысить темп роста экономики и ускорить ее модернизацию без массированного ввоза иностранного капитала, который сопровождается вывозом прибылей иностранных инвесторов, несоразмерным с реальными инвестициями иностранного капитала.

Спрос на альтернативные активы

В 2007 году спрос на иностранные активы («кредитование остального мира») составлял, согласно официальным данным, около 1/5 сбережений (по нашим ориентировочным расчетам – около 1/3). Как эти данные согласуются с тем фактом, что, начиная с 2005 года, ввоз капитала превышал его вывоз? Дело в том, что ввоз иностранного капитала осуществлялся, по преимуществу, не в форме инвестиционных товаров и технологий, а в форме иностранной валюты, которая предъявлялась на внутреннем рынке и покупалась либо экспортерами капитала, либо Центральным банком за счет профицита консолидированного бюджета, эмиссионного ресурса, привлеченных средств коммерческих банков. В результате основная часть ввоза капитала практически использовалась для финансирования спроса на иностранные активы (резервные активы правительства и вывоз капитала частным сектором), а не в качестве дополнительного источника внутреннего роста.

Признаки кризиса ликвидности в российской экономике имеют природу, отличную от аналогичных явлений в западных странах. Кризис мировой финансовой системы вызвал сокращение притока иностранного капитала в Россию; но поскольку денежное предложение в российской экономике в последние годы было связано именно с притоком капитала (а не с активным сальдо счета текущих операций платежного баланса, которое, в основном, поглощалось изъятиями в стабилизационные фонды), ЦБ в 2008 году резко сократил предложение денег. Но такой ход событий вовсе не был неизбежным: он вызывался не внутренними причинами, а консерватизмом денежных властей, следовавших сложившейся схеме денежного предложения. Одновременно с резким замедлением денежного предложения, образовался избыток средств на счетах бюджета, невостребованный для покупки иностранной валюты в связи с сокращением ввоза и усилением вывоза капитала. Весной 2008 года ЦБ и Минфин предлагали банкам бюджетные кредиты, измеряемые сотнями миллиардов рублей, осенью – измеряемые триллионами.

В 2006 и особенно в 2007 году средства, составлявшие бюджетный излишек (профицит *плюс* прирост внутреннего долга), используемые для покупки иностранной валюты, фактически замещали кредиты, привлеченные российскими корпорациями из-за границы. Эти средства и тогда можно было использовать для рефинансирования банков, кредитования приоритетных отраслей экономики, прямых государственных инвестиций, *минуя такое посредническое звено, как иностранные кредиты, трансформируемые в официальные валютные резервы*. При этом страна не наращивала бы внешнюю задолженность и не выплачивала бы процентные доходы иностранным инвесторам. Теперь, в кризисных условиях, именно это пытаются сделать денежные власти, предлагая банкам бюджетные кредиты. В литературе нередко встречается утверждение, что банки и корпорации прибегают к внешним заимствованиям из-за нехватки внутренних ресурсов долгосрочного кредитования¹⁸. Это не вполне верно: кредиты, привлекаемые из-за рубежа в 2006-2007 годах, на деле замещались долгосрочными внутренними ресурсами, а ввезенная валюта пополняла официальные резервы. Следовательно, внутренние ресурсы долгосрочного кредитования были и сохраняются, это, главным образом, сбережения государства; речь должна идти об их рациональном или нерациональном использовании. Такая точка зрения также представлена в экономической литературе¹⁹.

Продуманная денежная политика, эмансипированная от задач монетизации и стерилизации избыточной иностранной валюты, могла бы, до некоторой степени, способствовать повышению рыночной оценки капитала. Однако мыслимо ли в краткосрочной или среднесрочной перспективе снизить приемлемую для инвесторов фондового рынка доходность акций российских корпораций до уровня реальной доходности капитала, оцененного в соответствии с издержками его замещения, и даже ниже этого уровня, и тем самым, добиться увеличения внутренних инвестиций и

качественного сокращения вывоза капитала? Нам представляется, что реалистичный ответ на этот вопрос может быть только отрицательным. Существующая реальная доходность российских корпораций базовых отраслей вряд ли привлечет широкий круг инвесторов, особенно в условиях спада в мировой экономике и снижения сырьевых цен. Эффективность сырьевых отраслей вряд ли качественно повысится в ограниченные сроки, тем более в условиях, когда предполагается освоение труднодоступных месторождений.

Более перспективными в этом плане представляются отрасли, связанные с внутренним рынком (пищевая промышленность, некоторые отрасли машиностроения). Но даже при условии широкой государственной поддержки вряд ли можно ожидать взрывного расширения присутствия этих отраслей на фондовом рынке.

Следовательно, мобилизация избыточных (относительно частных инвестиций) внутренних сбережений может осуществляться, главным образом, посредством использования бюджетного излишка, а в случае весьма вероятного его исчерпания – посредством расширения государственного долга для кредитования и финансирования экономики. Выступая на рынке и в качестве заемщика и в качестве кредитора и инвестора, правительство может осуществлять селективную поддержку перспективных отраслей экономики. Рынок обязательств федерального правительства должен стать главным сегментом российского фондового рынка ²⁰.

Рынок государственных облигаций

Финансирование бюджетного дефицита – не единственная функция государственного долга. Другие задачи, решаемые с помощью управления государственным внутренним долгом, – это регулирование ставки процента, регулирование банковской ликвидности, целенаправленное воздействие на доходность ценных бумаг, принимаемую фондовым рынком. В России в 90-х годах государственный долг был связан исключительно с финансированием дефицита, а после кризиса 1998 года вообще перестал играть сколько-нибудь значительную роль в регулировании экономики.

Негативный опыт 1990-х годов, когда долг правительства превратился в финансовую пирамиду, нужно, конечно, учесть, но не следует его абсолютизировать. Одной из задач управления долгом должна быть минимизация процентных расходов бюджета. Далеко не весь государственный долг должен размещаться на рыночных началах. Так резервные требования к коммерческим банкам равнозначны размещению части государственного долга с нулевым процентом. Наряду с резервами в форме денег можно ввести обязательное держание банками низко доходных государственных облигаций в определенной доле от их активов или пассивов. Такая форма обязательного резервирования применяется или применялась в недавнем прошлом в ряде стран (Великобритания, Канада). Закрепление за государственным долгом части рынка (резервы банков и, возможно, активы других финансовых посредников) позволит размещать на рынке оставшуюся часть долга на более выгодных условиях. Трудности для коммерческих банков, которые может вызвать повышение резервных требований, могут быть компенсированы снижением ставки рефинансирования и более широким доступом к «дисконтному окну», а также размещением в банках депозитов правительства.

Обязательства федерального правительства должны стать одним из основных инструментов мобилизации сбережений домохозяйств, инвестирования средств финансовых посредников и банков. Для привлечения мелких и средних собственников сбережений можно было бы в ограниченных размерах использовать выпуск беспроцентных облигаций, индексированных по инфляции (по индексу потребительских цен). Это усилит склонность населения к сбережению, которая

снижается в условиях растущей инфляции. В настоящее время ценные бумаги составляют пренебрежимо малую долю сбережений населения.

Таблица 2

Внутренний долг Российской Федерации

Годы	Внутренний долг* (млрд. руб.)	Внутренний долг в % от ВВП	Цепной индекс потребительских цен (2001=100)	Динамика внутреннего долга в реальном выражении в %	
				к 2001 г.	к предшествующему году
2002	654,7	6,0	115,1	111,3	111,3
2003	663,7	5,0	128,9	100,7	90,5
2004	756,8	4,4	144,0	102,7	102,0
2005	851,2	3,9	159,7	104,1	101,4
2006	1 028,1	3,8	174,0	115,4	110,8
2007	1 248,9	3,8	194,7	125,3	108,6

* На 1 января следующего года

Прирост *номинального* объема внутреннего долга в последние годы был весьма значительным: 20,8% в 2006 и 21,5% в 2007 году. Однако *реальный* прирост внутреннего долга с учетом инфляции представляется значительно более умеренным: 10,8% в 2006 и 8,6% в 2007 году (см. таблицу 2). При этом отношение объема внутреннего долга к ВВП с 2002 года снижалось: 6,0% в 2002, 3,8% в 2007 году. Для сравнения отметим, что обязательства федерального казначейства США, обращающиеся на рынке, составляли в 2006 году 37% ВВП, объем рынка облигаций Народного банка Китая – около 14% ВВП; причем широко практикуется обязательное размещение облигаций Народного банка Китая в государственных банках ²¹.

Роль правительственных финансовых посредников

Средства, привлеченные с помощью размещения обязательств правительства и депозитов в государственных банках, должны, отчасти, служить источником кредитования приоритетных отраслей, отчасти – инвестироваться в акции корпораций, обеспечивающих технический прогресс и модернизацию российской экономики. В этом случае государство получит возможность непосредственно и целенаправленно влиять на рыночную оценку и уровень доходности, приемлемый как для инвесторов, так и для эмитентов акций, представляющих реальный капитал ²².

Основным источником внешнего финансирования корпораций топливно-энергетического комплекса за последние годы *номинально* были займы за рубежом и инвестиции иностранного капитала, хотя *реально*, посредством валютных операций и наращивания валютных резервов, все последние годы источником внешнего финансирования этих корпораций был излишек бюджета и эмиссионный ресурс Центрального банка. Теперь, когда приток иностранного капитала сменился его оттоком, а валютные резервы стремительно сокращаются, средства бюджета и Центрального банка, практически, неизбежно станут не только реальным, но и номинальным источником финансирования базовых отраслей. Каналом, по которому финансовые ресурсы могут поступать в экономику, в таком случае станут институты развития и рефинансирование крупнейших банков. Передача сбережений государства банкам и институтам развития, по-видимому, уже началась ²³. Задача состоит в том, чтобы правительство взяло на себя селективный отбор проектов и отраслей, которые следует финансировать, не полагаясь на механизм рынка, который явно не способен обеспечить перестройку экономики, преодолеть ее экспортно-сырьевой ориентацию.

Активная роль правительственных финансовых посредников на кредитном и фондовом рынке, удовлетворяющих часть спроса частного сектора на кредиты и инвестиции под относительно низкие проценты, позволит снизить ставки процента, и, следовательно, норму доходности, приемлемую для инвесторов, в экономике в целом. В среднесрочной перспективе это создаст предпосылки для эффективного функционирования финансовых рынков.

Фондовый рынок и банковский кредит

Как уже говорилось, для того чтобы фондовый рынок стал ведущим или, по крайней мере, значимым источником инвестиций, необходим определенный, достаточно высокий уровень эффективности и прибыльности экономики, причем и в этом случае выходить на фондовый рынок в качестве эмитентов могут лишь крупные корпорации. С помощью банковских кредитов можно финансировать отдельные проекты и мероприятия с весьма высокой эффективностью, значительно превышающей среднюю рентабельность отрасли и экономики в целом, не вызывая тем самым обесценения капитала. Напротив, продажа на фондовом рынке высокодоходных акций, обеспечивающих норму дохода инвестора, превышающую реальную рентабельность производства, означает обесценение капитала компании-эмитента, отрасли и экономики в целом. Банковский кредит допускает точечное финансирование, напротив, эмиссия акций предполагает массированное финансирование. Банковский кредит в основном капитал требует высокой доходности данной, конкретной инвестиции, обращение к финансовому рынку предполагает доходность компании в целом не ниже (а практически – выше) той, которая принимается рынком, в противном случае происходит растрата капитала и возникает тенденция к стагнации экономики.

Поэтому в среднесрочной перспективе основным источником расширения внешнего для корпораций и предприятий финансирования должен оставаться банковский кредит, что отнюдь не означает невнимания к фондовому рынку. Банки являются одним из основных участников фондового рынка, в частности – основным покупателем как государственных, так и корпоративных облигаций. Им принадлежит 70% облигаций. В этой связи стоит сопоставить эффективность банковского кредитования и участия банков на фондовом рынке в качестве инвесторов. Долгосрочные банковские кредиты направляются на финансирование определенных проектов, а покупка банками корпоративных облигаций означает, преимущественно, рефинансирование старых долгов и отвлечение кредитных ресурсов на «рынок корпоративного контроля». Нужно отметить, что наиболее активны на «рынке корпоративного контроля» корпорации, контролируемые государством. Следовательно, изменение ситуации в решающей степени зависит от политики правительства.

Инструменты регулирования кредитной активности банков тесно переплетаются с инструментами регулирования финансовых рынков. К числу таких инструментов, которыми в развитых странах располагают денежные власти, можно отнести (1) общий объем предложения денег центрального банка («денег высокой эффективности»), (2) условия и доступность пополнения банковской ликвидности через «дисконтное окно» (ставка рефинансирования), (3) нормы обязательных резервов, (4) покупка и продажа центральным банком государственных облигаций на открытом рынке. Требуемые эффекты – стимулирование экономической активности, регулирование кредита и фондового рынка, минимизация процентных расходов по государственному долгу – достигаются лишь в результате комплексного, взаимоувязанного использования всех этих инструментов.

Возможности российских денежных властей в использовании инструментов регулирования и контроля жестко ограничены. Операции на открытом рынке не играют сколько-нибудь заметной роли; можно сказать, что целенаправленное

использование этого инструмента отсутствует, прежде всего – из-за незначительного размера государственного долга и отсутствия на рынке новых выпусков краткосрочных казначейских обязательств. Общий объем денежного предложения зависит от притока иностранной валюты, и в качестве инструмента регулирования рынка и экономической активности в целом не используется. Ставка рефинансирования давно «оторвалась от рынка», потому что она выше, чем доходность по краткосрочным, высоко ликвидным, безрисковым активам. Спрос на заимствования у Центрального банка практически не зависит от изменений ставки рефинансирования: в 2008 году, условиях кризиса ликвидности он увеличивался, не смотря на повышение ставки ²⁴. В распоряжении денежных властей остается, практически, только регулирование норм резервных требований. Этот инструмент денежные власти используют бессистемно и спорадически: в течение весны и лета 2008 года нормы резервных требований несколько раз повышались, не смотря на явные признаки кризиса ликвидности, а затем, осенью 2008 года были снижены почти до нулевой отметки (0,5% от банковских обязательств).

Комплексное использование инструментов монетарной и финансовой политики предполагает, что различные инструменты могут использоваться с противоположным эффектом (например, один инструмент используется для расширения, другой – для ограничения предложения денег), с тем, чтобы нейтрализовать негативные последствия, но сохранить позитивный эффект использования другого инструмента ²⁵. Теоретическое представление перекрещивающихся эффектов использования инструментов монетарного контроля, дано в следующем разделе

Взаимодействие инструментов монетарного контроля и государственного долга

На рисунке 1 по горизонтальной оси отложены банковские ресурсы R и банковские активы K (кредиты, инвестиции и резервы). По горизонтальной оси представлены реальные (с учетом инфляции) издержки кредитования c (расходы банков, включая процент по обязательствам, нормальный доход, премия за риск) и реальная доходность банковских активов r , причем реальная доходность активов может, теоретически, принимать отрицательные значения. Издержки кредитования по мере расширения кредитов могут возрастать, оставаться стабильными или снижаться, но они всегда остаются положительной величиной.

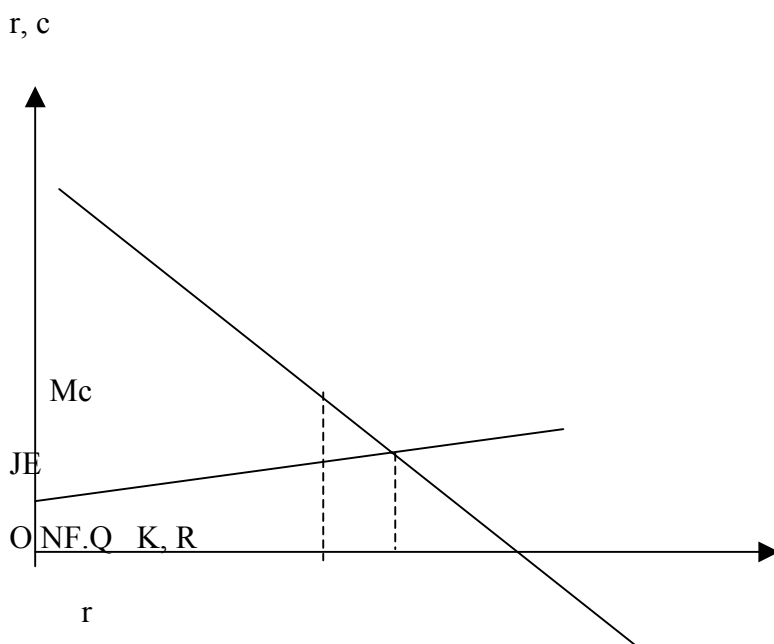


Рис. 1

Допустим, что ресурсы и кредиты банков равны OF , т.е. именно такой величине, при которой достигается равенство издержек кредитования и доходности кредитов. Если при этом допущении вводятся резервные требования, равные NF , банковские кредиты (активы) и банковские ресурсы ограничиваются величиной ON , ставка по кредитам оказывается выше ставки по депозитам, а банковская маржа превышает минимум, необходимый для покрытия издержек кредитования и премии за риск. Это увеличение банковской маржи графически представлено расстоянием между кривым r и s .

Допустим, далее, что ресурсы банков и резервы ликвидности могут быть расширены до величины OQ , например, за счет рефинансирования коммерческих банков центральным банком при дисконтной ставке, близкой к нулю, или в результате предоставления банкам ресурсов правительства, или, наконец, за счет притока депозитов с нулевой ставкой. Ресурсы правительства могут представлять собой избыток бюджета или, напротив, средства, мобилизованные путем размещения государственных облигаций. Графически такое увеличение ресурсов можно представить отрезком кривой s , отложенным вдоль горизонтальной оси; тогда кривая s примет форму ломаной линии $JEFQ$. Но даже при таком допущении кредитная экспансия банков (и, в целом, расширение банками своих доходных активов) лимитируется доступностью прибыльных вложений в экономике, т.е., в конечном счете, предельной производительностью капитала (а не резервными требованиями, как нередко полагают). При неизменной доходности кредитов, рост банковских ресурсов приведет лишь к наращиванию добровольных резервов ликвидности до FQ , но не к росту кредитов.

Избыточная ликвидность банков может быть ими охотно замещена инвестициями в безрисковые, и высоко ликвидные обязательства правительства, если дисконтная ставка ниже доходности этих бумаг. В результате даже в условиях, когда возможности прибыльного кредитования частного сектора жестко ограничены, банки будут не накапливать избыточные резервы, а инвестировать их в доходные активы. Но если дисконтная ставка выше доходности ценных бумаг, банки предпочтут хранить резервы, не приносящие процента. Таким образом, возможности размещения обязательств правительства в значительной мере зависят от соотношения дисконтной ставки и доходности этих обязательств.

Если банки располагают избыточными резервами ликвидности, повышение резервных требований не причинит большого вреда, но и не принесет пользы: добровольные резервы будут всего лишь замещаться обязательными резервами.

Более эффективным в этой ситуации окажется снижение дисконтной ставки ЦБ (ставки рефинансирования), при условии, что эта ставка *ниже* доходности краткосрочных и высоко ликвидных активов – краткосрочных облигаций правительства или облигаций центрального банка. В этом случае увеличится разница между доходностью ликвидных активов банков и дисконтной ставкой ЦБ, и усилится побуждение банков заместить свободные резервы ликвидными активами. Однако если дисконтная ставка существенно *выше* доходности краткосрочных обязательств (как в настоящее время в российской экономике), ее более или менее умеренное снижение не окажет воздействия на структуру банковских активов.

Допустим, что доходность капитала в экономике в целом повышается. Это изменение можно представить как сдвиг кривой r вправо, скажем, в положение r' (см. рисунок 2). Если кривая s имеет восходящий наклон (отражающий повышение издержек кредитования по мере роста кредитов, что можно принять как общий случай), равновесная ставка процента по кредитам должна повыситься, не смотря на их расширение. В этих условиях экзогенное расширение банковских резервов окажется оправданным, добровольные резервы (если они к этому моменту существовали)

сократятся, а в условиях ограниченного предложения дополнительных резервов, например, в случае жесткой денежной политики центрального банка, возникнет нехватка банковских резервов ликвидности. Такая ситуация, по-видимому, сложилась в российской экономике в результате денежной рестрикции в 1 полугодии 2008 года, когда существенное расширение кредитов сопровождалось повышением ставок по кредитам и депозитам и нехваткой банковских резервов ликвидности.

r, c

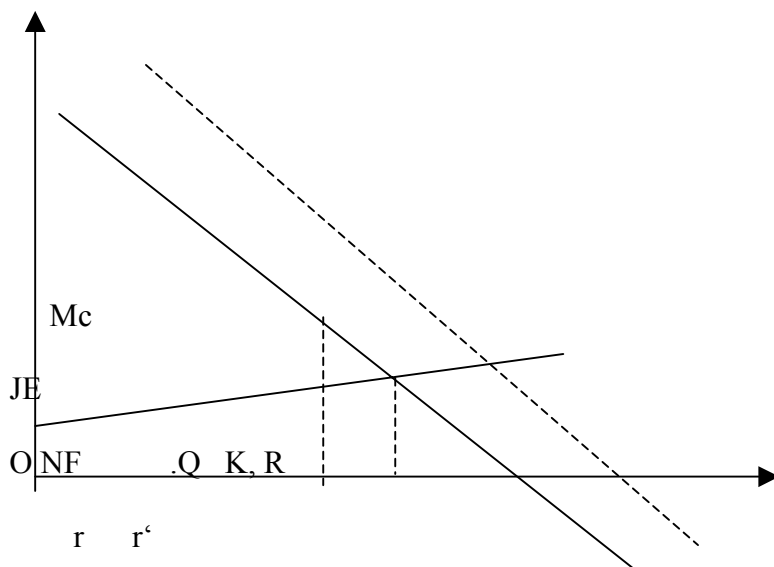


Рис. 2

Допустим, далее, что верхний предел ставки по депозитам не устанавливается в ходе конкуренции между банками, а фиксируется законом (как в США до середины 1980-х годов) или банком-монополией (как, например, Сбербанком России). В этом случае издержки банков снижаются по сравнению с их издержками в условиях, когда они определяются конкуренцией на рынке банковских услуг. Графически это можно представить как сдвиг кривой c вниз (На рис. 1 и 2 этот сдвиг не представлен). Если при этом размеры кредитов ограничены резервными требованиями и, по-прежнему, равны ON , увеличивается банковская маржа. Если объем кредитования может быть расширен (например, в результате снижения резервных требований), тогда, в общем случае, снизится приемлемая для банков предельная доходность капитала, и ставка по кредитам может быть снижена. При этих допущениях (в отличие от случая, описанного в предшествующем абзаце) расширение кредита будет сопровождаться снижением ссудной ставки. Если кредитные ресурсы и резервы банков оказываются недостаточными, есть смысл их пополнить за счет кредитов ЦБ или средств правительства.

Нужно, однако, иметь в виду, что снижение приемлемой для банков предельной доходности капитала и соответствующее расширение кредитов в случае снижения издержек кредитования – это лишь теоретически принимаемый общий случай, которому соответствует равномерный понижающий наклон кривой r (на нашем графике этой кривой придана правильная линейная форма). Вполне мыслимо, однако, что возможности дальнейшего прибыльного инвестирования в экономике настолько ограничены, что никакое снижение (в разумных пределах) ставки по кредитам не приведет к их расширению (кривая r принимает форму, близкую к вертикальной линии). В этом случае снижение издержек кредитования приведет лишь к увеличению банковской маржи, а расширение предложения денег и банковских депозитов – к

наращиванию избыточных резервов. В условиях, когда возможности расширения эффективного кредитования экономики, в основном, исчерпаны, поддержание экономической активности требует крупных государственных инвестиций (в частности, в инфраструктурные отрасли), не рассчитанных на непосредственное получение прибыли.

Если удельные издержки кредитования равны предельной доходности капитала, это значит, что доходность, которую требуют конечные инвесторы (собственники депозитов), *плюс* минимальная маржа, определяемая конкуренцией между банками, равна доходности капитала. До тех пор, пока доходность капитала выше доходности по депозитам, банки, в условиях конкуренции будут расширять кредиты и инвестиции. Если доходность капитала ниже издержек кредитования, будут сокращаться доходные активы банков, и расти избыточные резервы.

Как уже говорилось, предельная величина доходности предоставленных кредитов определяется, в нормальных, не кризисных условиях, реальной доходностью капитала, эффективностью использования факторов производства (минус некоторое вознаграждение предпринимательской деятельности получателя кредита), и денежные власти не могут непосредственно на нее воздействовать. Напротив, доходность, приемлемая для кредиторов, может косвенным образом регулироваться денежными властями. Увеличивая предложение ликвидности, снижая дисконтную ставку, уменьшая резервные требования, денежные власти могут снижать удельные издержки кредитования. Но эти меры будут эффективными лишь до тех пор, пока доходность кредитов (в конечном счете – реальная доходность капитала) выше издержек, связанных с привлечением ресурсов и с другими банковскими расходами.

Выводы

1. На динамику инвестиций в экономике в целом влияет соотношение рыночной оценки капитала (цены акций) и издержек его замещения (восстановительной стоимости), или, другими словами, соотношение между доходностью акций и реальной доходностью капитала. Умеренное превышение цены акций, представляющих капитал, над издержками его замещения способствует росту инвестиций, чрезмерное превышение ведет к буму, перегреву экономики и, в дальнейшем, к кризису; хроническая недооценка акций угнетающе действует на инвестиции, ведет к значительному разрыву между сбережениями и инвестициями, вызывает стагнацию экономики. Сбережения, избыточные относительно инвестиций, служат источником вывоза капитала.
2. На российском фондовом рынке в результате быстрого роста биржевых индексов рыночная оценка капитала превысила его балансовую стоимость, но, вследствие расхождения между балансовой и восстановительной стоимостью капитала, рыночная оценка акций российских корпораций остается кратно заниженной относительно его восстановительной стоимости.
3. Постепенное оздоровление фондового рынка может быть достигнуто в долгосрочной перспективе с помощью инструментов денежной и финансовой политики, однако возможности повышения рыночной оценки капитала до его восстановительной стоимости в среднесрочной перспективе представляются крайне сомнительными.
4. Мобилизация и использование сбережений, избыточных относительно инвестиций частного сектора, качественного сокращения вывоза капитала требуют расширения внутреннего федерального долга и активизации государственных институтов развития. Рынок облигаций федерального правительства должен стать ведущим сегментом фондового рынка.

5. Основным каналом внешнего для корпораций и предприятий финансирования в среднесрочной перспективе должен оставаться банковский кредит.
6. Регулирование банковского кредита должно быть увязано с регулированием фондового рынка; операции Центрального банка на открытом рынке государственных обязательств должны сочетаться с традиционными инструментами монетарного контроля: предложением денег высокой эффективности, резервными требованиями и ставкой рефинансирования.
7. Развитие банковского кредита и банковских инвестиций в ценные бумаги, расширение внутреннего государственного долга, управление его доходностью, повышение эффективности и рентабельности экономики в целом создадут условия для оздоровления фондового рынка и, в долгосрочной перспективе, для превращения его в один из основных источников финансирования инвестиций.

Сноски

- ¹. Абрамов А., Радыгин А. Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма. //Вопросы экономики, 2007, № 6.
- ². В 2006 году корпорации привлекли в виде синтезированных займов и с помощью эмиссии еврооблигаций 43,4 млрд. долларов. Объем погашения ссуд нефинансовым сектором в 2006 году составил 41,4 млрд. долларов. См. Навой А.В., Чистяков Ю.И. Некоторые итоги международного движения капитала: Российская Федерация, 2006. //Деньги и кредит, 2007, № 6, с 26.
- ³. Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. // In: *Essays on Economics*. Vol. I: *Macroeconomics*, Amsterdam-London, 1971; Tobin J. Money and Economic Growth. Ibid; Tobin J. A Dynamic Aggregative Model. Ibid
- ⁴. Tobin J. An Essays on the Principles of Debt Management. // Ibid
- ⁵. Tobin J. *Essays on Economics*, Vol. I, Introduction, p. xiii.
- ⁶. Стиглиц Джозеф Е.. Ревущие девяностые. Семена развала. Современная экономика и право, 2005, с. 335. Приведено по: Кузовкин А.И. Ловушки для экономики США и мира. //Проблемы прогнозирования, 2006, № 4
- ⁷. См., например, Улюкаев А., Куликов М. Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию. //Вопросы экономики, 2007, № 7, стр. 16.
- ⁸. Это явление отмечает А. Смирнов. См. А. Смирнов. Кредитный «пузырь» и перлокация финансового рынка. // Вопросы экономики, 2008, № 10, с. 6.
- ⁹. Абрамов А., Радыгин А. Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма. //Вопросы экономики, 2007, № 6, с. 43.
- ¹⁰. См. Tobin J. Money and Economic Growth. // In: *Essays on Economics*. Vol. I: *Macroeconomics*
- ¹¹. Кваша Я.Б. Амортизация и сроки службы оборудования. М., 1959
- ¹². Ханин Г.И., Иванченко Н.В. Альтернативная оценка стоимости материальных фондов и рентабельности производственной сферы российской экономики в 1998-2000 годах.//Вопросы статистики, 2003, № 9
- ¹³. Предложенный Г.И. Ханиным и Н.В. Иванченко метод проверки эмпирических вычислений, который можно использовать также как метод экстраполяции, заключается в следующем. Исходный показатель занижения стоимости основных фондов (9,0 в 2000 году) умножается на цепной индекс цен в инвестиционном комплексе за исследуемый период (205% за 2000-2006) и делится на темп прироста капитала (согласно официальной статистике – 246%). В результате мы получаем показатель занижения балансовой стоимости основного капитала в 2006 году: 7,5 раза.
- ¹⁴. См. Борисова И., Замараев Б., Киоцевская А., Назарова А. Риски внешнего финансирования российской экономики. //Вопросы экономики, 2008, № 2, с. 30.
- ¹⁵. Ранее это положение выдвинул О. Дж. Говтвань. Он отметил, что эволюция финансовых систем, в частности, превращение финансовых рынков в доминирующий механизм трансформации сбережений, «теснейшим образом связана с относительным ростом доходов экономики. Постепенный переход к экономике финансовых рынков по существу предполагает достижение реальной экономикой некоего достаточно высокого уровня внутренней финансовой эффективности, за счет которого и формируется ее инвестиционный потенциал, с одной стороны, и инвестиционная привлекательность – с другой.

Очевидная недостаточная финансовая эффективность реального сектора российской экономики, – по крайней мере, множества экономических агентов, – также отрицает возможность организации массового финансирования нефинансовых экономических агентов через финансовый рынок».

И далее: «В краткосрочном и среднесрочном плане массовое финансирование возможно, на наш взгляд, на основе банковского кредита. Должная финансовая трансформация силами финансового рынка в современных российских условиях проблематична. ...Акцент на развитие банковского кредита не отрицает внимания к проблемам финансового рынка. ...Есть большая группа финансовых агентов, изначально ориентирующихся на рынок, это, прежде всего, финансовые институты с иностранным капиталом и нарождающийся слой российских институциональных инвесторов».

Говтвань О. Дж. Перспективы развития российской финансовой системы. // Проблемы прогнозирования, 2004, № 2, с. 11, 15.

¹⁶. Ханин Г.И., Фомин Д.А. Потребление и накопление основного капитала в России: альтернативная оценка. // Проблемы прогнозирования, 2007, № 1

¹⁷. Цепной индекс потребительских цен за 2003-2007 гг. составил 169,22, индекс цен в строительстве – 187,47. Отношение между двумя индексами равно 0,9. Официальные данные о доле накопления в ВВП: 18,0% в 2002 и 24,6% в 2007 г., отношение между ними равно 1,37. Умножая исходный показатель реальной доли накопления в ВВП (10,1% в 2002 г.) на эти индексы, мы получаем показатель доли накопления в ВВП в 2007 году: $10,1 * 0,9 * 1,37 = 12,5$. Аналогичным образом рассчитывается доля конечного потребления. Тем самым определяется и доля сбережения в ВВП.

Данные за 2002 г., экстраполированные тем же методом, исходя из данных за 1999 г. (9,4%), дают норму накопления, равную 10,8%, т.е. превышают оценку международных экспертов на 0,7 п.п. Поэтому мы вправе предположить, что данные о доле накопления, экстраполированные нами на 2007 г., по крайней мере, не занижены.

¹⁸. См., например, *Абрамов А., Радыгин А.* Финансовый рынок России в условиях государственного капитализма. // Вопросы экономики, 2007, № 6, с. 38.

¹⁹. Так, О. Говтвань пишет: «Масштабы финансовых накоплений государства (например, Стабилизационный и Пенсионный фонды) заставляют в большей степени говорить о недостаточном использовании долгосрочных ресурсов на нужды российской экономики, чем об их дефиците». *Говтвань О. Дж.* Финансирование инвестиций, инфляция, риски и стабилизация. // Проблемы прогнозирования, 2006, № 6, с. 5.

²⁰. Ранее о целесообразности широкого распространения безрисковых государственных ценных бумаг, как краткосрочных, так и долгосрочных, (по образцу обязательств федерального казначейства США) писал А.В. Иванов. *Иванов А.В.* Сценарии развития российского рынка ценных бумаг. // Проблемы прогнозирования, 2004, № 4.

²¹. См. Улюкаев А., Куликов М. Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию. // Вопросы экономики, 2007, № 7, стр. 16.

²². Так, В.С. Панфилов, А.С. Стуков, А.Г. Шураков пишут: «Механизмом, с помощью которого можно реально профинансировать такие компании – новые локомотивы российской экономики – должен стать рынок акций. ...Но необходимо разработать такие меры, чтобы компании могли проводить эмиссии на условиях, приемлемых не только для инвесторов, но и для самих компаний. ...Поэтому при осуществлении эмиссий акций перспективными компаниями было бы целесообразно использовать для повышения цены размещения потенциал финансовых накоплений государства». *Панфилов В.С., Стуков А.С., Шураков А.Г.* Инвестиционный тип экономического развития: возможности и ограничения финансирования. // Проблемы прогнозирования, 2005, № 2, с. 11

Ряд ценных предложений выдвигает О. Говтвань: «Начальную ресурсную базу специализированных банков, – пишет Говтвань, – можно и целесообразно сформировать (в основном и в первую очередь) за счет инвестиций Сбербанка России и на базе его структурных подразделений. Представляется, что до настоящего времени Сбербанк недостаточно целенаправленно для государственного банка использовал свой инвестиционный потенциал. ...Кроме ресурсов Сбербанка, в специализированные учреждения было бы целесообразно инвестировать также средства крупнейших корпораций с государственным участием, а также часть финансовых накоплений государства». *О. Дж. Говтвань.* Финансирование инвестиций, инфляция, риски и стабилизация. // Проблемы прогнозирования, 2006, № 6, с. 7-8.

²³. В статье А. Улюкаева и Е. Даниловой говорится, что «в ближайшие месяцы активное расходование бюджетных средств, вложение средств Стабилизационного фонда и доходов бюджета в уставные капиталы институтов развития приведут к увеличению объема ликвидности на денежном рынке». *Улюкаев А., Данилова Е.* Российский банковский сектор в условиях нестабильности // Вопросы экономики, 2008, № 3, с. 18

²⁴. О критически важном значении рефинансирования неоднократно писал М. Ершов. Он отмечал, что в Японии и США объем рефинансирования через дисконтное окно, с поправкой на объем ВВП и

масштабы банковской системы, в 3-5 раз выше, чем в России. Развитая система рефинансирования в США и Японии «позволяет банкам эффективно участвовать в экономических процессах, сохраняя возможность в случае необходимости оперативно получать средства через центральные банки». *Ершов М.* Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности// Вопросы экономики, 2007, № 12, с. 18.

К сказанному Ершовым нужно добавить, что и в западных странах рефинансирование не играет решающей роли, которая принадлежит операциям на открытом рынке. В России операции на открытом рынке в целях регулирования ликвидности вообще отсутствуют.

²⁵. «Какая бы степень ограничения денежного предложения ни была желательна для властей, – пишет Тобин, – существуют различные сочетания инструментов контроля, с помощью которых она может быть достигнута. Поскольку эти чисто монетарные инструменты являются близкими субститутами для операций управления долгом, их нельзя упускать из вида при рассмотрении политики управления долгом». (Tobin J. An Essays on the Principles of Debt Management. // In: *Essays on Economics*, с. 407.

Vol. I: *Macroeconomics*, Amsterdam-London, 1971.) Теоретическая схема, представленная в последнем разделе нашей статьи, опирается на концепцию Тобина.