

Ключевые слова:

ликвидность,
государственные ценные бумаги,
денежный механизм,
управление долгом,
финансовая политика

Л. Ю. Рыжановская, к. э. н., вед. науч. сотр.
НИФИ Государственного университета Минфина России
(e-mail: rjjanow@mail.ru)

В. Е. Чистова, д. э. н., проф. кафедры «Финансы»
Государственного университета Минфина России,
Министр Правительства Москвы
(e-mail: ChistovaVE@fin.dep.mos.ru)

Проблемы ликвидности рынка государственных ценных бумаг

Обсуждение проблем рынка государственных ценных бумаг в период устойчивого бюджетного профицита отошло на второй план. Чрезвычайно удачная мировая экономическая конъюнктура, которая сложилась в стране с 2002 по 2007 гг., позволила не только значительно сократить долю совокупного (внутреннего и внешнего) государственного долга в ВВП, но и сформировать солидный стабилизационный фонд. Однако финансовый кризис, начавшийся в 2008 г. и сопровождающийся снижением доходной базы бюджета, привел к тому, что вопрос об организации государственных заимствований вновь стал актуальным.

Как отмечается в материалах Экспертного совета при Правительственной комиссии по экономическому развитию и интеграции: «Перспектива устойчивого дефицита государственного бюджета в ближайшие годы обуславливает необходимость мобилизации всех источников его финансирования. Соответственно, роль рынка государственных заимствований в ближайшие годы должна возрасти»¹.

Мерами по снижению бюджетного дефицита могут быть снижение расходов бюджета или увеличение налогов. Покрывать же образовавшуюся разницу между бюджетными доходами и расходами государство может с помощью монетизации дефицита, внешних/внутренних заимствований в форме кредитов или выпуска ценных бумаг. Члены Экспертного совета, безусловно, правы в своей убежденности, что «с точки зрения поддержания макроэкономической стабильности приоритетным источником финансирования бюджетного дефицита должен оставаться внутренний рынок заимствований»². Присутствие такого источника покрытия особенно важно

¹ Материал Экспертного совета при Правительственной комиссии по экономическому развитию и интеграции (<http://www.ane.ru/akademiya/ekspertnyy-sovet.html>).

² Там же.

еще и потому, что «при отсутствии рынка государственных облигаций создание эффективного рынка частных облигаций или коммерческих ценных бумаг представляется крайне затруднительным»³.

Внутренний долг является пассивом для государства и активом для держателей ценных бумаг, поэтому стоимость национального богатства, в принципе, должна оставаться неизменной. Но не всякое состояние рынка государственных ценных бумаг способствует макроэкономическому равновесию с точки зрения перераспределения ограниченных ресурсов. При малой емкости, узости и низкой ликвидности рынка государственных обязательств его функционирование может иметь нежелательные последствия для экономического развития. Государственный долг, в зависимости от принятой идеологии заимствования, способен становиться как прогрессивным, так и дестабилизирующим фактором.

Неслучайно при обсуждении стратегий развития рынка государственного долга главное внимание обычно уделяется именно ликвидности рынка госбумаг как показателю их высокого качества. Так, о повышении ликвидности государственного сегмента финансового рынка шел разговор с заместителем директора Департамента международных финансовых отношений, государственного долга и государственных финансовых активов Минфина России А. Щербаковым в интервью журналу «Cbonds Review», посвященном стратегии заимствования на 2008–2010 и последующие годы⁴. Ликвидный рынок государственных ценных бумаг способствует успешному решению властями и участниками рынка многих задач, а именно, помогает:

- **финансовым властям:**
 - справляться с периодически возникающими кризисами, даже не прибегая к накоплению больших страховых резервов;
 - восполнять недостаточность ресурсов для реализации государственных целевых программ федерального значения (например, инфраструктурных);
 - уменьшать расходы на государственные заимствования;
 - оптимально решать вопросы кассовых разрывов;
 - поддерживать доверие кредиторов;
- **денежным властям:**
 - иметь гибкий и оперативный инструмент регулирования объема денежной массы, обеспечивающий изменения ее параметров в заданных пределах;
 - разнообразить виды высококласных залоговых инструментов для предоставления краткосрочных кредитов;
 - поддерживать стоимость денежных ресурсов на уровне, наиболее полезном для стимулирования инвестиционного процесса и экономического роста;
- **всем участникам рынка:**
 - иметь эталон безрисковой процентной ставки в форме кривой доходности, показывающей цену заимствования наиболее надежного эмитента;
 - формировать надежные активы для временного хранения сбережений и управления ликвидностью;
 - иметь дополнительные инструменты для диверсификации рисков для частных и институциональных инвесторов.

Несмотря на то, что эксперты Всемирного банка развитость рынка государственных ценных бумаг практически отождествляют с его ликвидностью, в то же время они

³ *Глобализация и национальные финансовые системы* / Под ред. Дж. А. Хансона, П. Хонохана, Дж. Манджони; пер. с англ. — М.: Издательство «Весь Мир», 2005. — С. 18.

⁴ «Ставку биржевой комиссии по госбумагам пора снижать» / Информационное агентство Cbonds (<http://review.cbonds.info/index.phtml?year=2007&number=5>).

пришли к выводу, что «за небольшим исключением, надежды на создание высоколиквидных анонимных рынков, которые будут играть основную роль в распределении ресурсов, оказались иллюзорными практически во всех странах»⁵.

Почему для рынка государственных ценных бумаг так важно именно это измерение? В чем суть проблем, мешающих повышению ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг? Ответы на эти вопросы следует начать с теоретического осмысления понятия «ликвидность» вообще и по отношению к рынку государственных ценных бумаг в частности.

МНОГОГРАННОСТЬ ПОНЯТИЯ «ЛИКВИДНОСТЬ»

Термин «ликвидность» в буквальном переводе с латинского *liquidus* означает «текучий, жидкий». В приложении к финансовой сфере его смысл следует трактовать как «легко реализуемый», «превращаемый в наличные деньги». Ликвидность широко используется и как самостоятельная экономическая категория, и в сочетании с другими понятиями, касающимися конкретных объектов экономической жизни (товар, ценная бумага) или субъектов национальной экономики (банк, предприятие, рынок).

Слово «ликвидитет» в финансово-кредитную среду пришло из немецкого языка, и в начале XX в. оно стало широко использоваться в банковской деятельности. Его значение ассоциировалось с понятием платежеспособности или способности банка оплачивать в срок свои долги. Смешение понятий ликвидности и платежеспособности привело к многочисленным научным спорам об их тождественности. Сторонники их разграничения указывали на то, что на практике встречаются ситуации, когда сохранение платежной способности банка требует не краткосрочных, а моментально реализуемых активов. Проблемой кредитной организации в данном случае является отсутствие наличных денег и скорость их получения.

Действительно, ликвидность характеризует не просто состояние платежеспособности, а скорость, с которой актив может быть превращен в общепризнаваемое платежное средство. Под неудовлетворительной структурой баланса организации подразумевается такое состояние актива и пассива должника, когда за счет имущества не может быть обеспечено своевременное выполнение обязательств перед кредиторами в связи с недостаточной степенью ликвидности ранее произведенных инвестиций. Поэтому хозяйствующие субъекты стремятся к оптимизации структуры своих финансовых балансов, в т. ч. и за счет включения в состав актива ликвидных ценных бумаг. Доктор экономических наук Я. М. Миркин дает следующее определение ликвидности ценной бумаги: «...способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержек на реализацию»⁶. Американские экономисты С. Липпман и Дж. МакКолл похожим образом расставляют акценты, характеризуя ликвидность актива как «оптимальное ожидаемое время для трансформации актива в деньги»⁷.

В определении другого экономиста П. Хейне особое внимание обращается на затраты, которые берет на себя владелец актива в случае его обмена или продажи. По его мнению, «ликвидность какого-либо имущества непосредственно связана с издержками его обмена на другие виды имущества. Имущество, издержки обмена которого на любое другое имущество равны нулю, является абсолютно ликвидным»⁸.

⁵ *Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А. Хансона, П. Хонохана, Дж. Манджони; пер. с англ. — М.: Издательство «Весь Мир», 2005. — С. 155.*

⁶ *Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995. — С. 68.*

⁷ *Lippman S., McCall J. An Operation Measure of Liquidity // The American Economic Review. — 1986. — March. — P. 44.*

⁸ *Big-money.ru (http://www.big-money.ru/money/kreditno_bum/).*

Акцент на издержки присутствует и в определении экспертов Всемирного банка, которое они дают при сравнении ликвидности фондовых рынков разных стран: «Под ликвидностью понимаются трансакционные издержки по купле-продаже ценных бумаг. Они представляют собой сочетание оплаты брокерских и других услуг, а также издержек, связанных с воздействием, которое совершение сделки может оказать на сам фондовый рынок»⁹. Таким образом, нет единого (а главное, однозначного) мнения по поводу трактовки понятия «ликвидность».

В советское время наука и практика неразрывно связывали понятие «ликвидность» с представлениями о кризисных потрясениях в капиталистической экономике. И это далеко не случайно — проблемы с ликвидностью обычно сопровождают периодически повторяющиеся кризисы рыночной системы или являются их главной причиной. История знает немало примеров, когда погоня за ликвидностью разрушала финансовые рынки. Поэтому серьезные теории, исследующие проблемы ликвидности, всегда в качестве составного элемента включают проблематику рисков.

Ликвидность, таким образом, оказывается сложным и противоречивым явлением современного мира, которое характеризует легкость конвертации актива в наличные деньги. «Ликвидность выступает той услугой, которую оказывают деньги», — справедливо замечают французские экономисты М. Аглиетта и А. Орлеан¹⁰. Принято считать, что именно наличные деньги обладают абсолютной ликвидностью и служат ее стандартом и материальным носителем.

Сущности ликвидности и денег действительно очень близки, но не равнозначны. Ликвидность денег должна подкрепляться их реальной покупательной силой. В связи с этим французские ученые уточняют: «...в основе ликвидности лежит тот факт, что остальные участники обмена принимают эти деньги в процессе обмена»¹¹. Ведь никто не будет отрицать, что если денежная единица в относительном выражении теряет свою цену, то это рождает стремление найти альтернативу для сохранения стоимости накоплений. Например, население России в 1990-х гг. использовало в качестве накопительного средства доллары и даже как средство платежа предпочитало принимать американскую валюту, а не рубли. Национальная валюта, несмотря на ее законность, не становится автоматически общепризнанной, т. е. пользующейся спросом и доверием. Это указывает на то, что ликвидность не является внутренним свойством денег. Ликвидность, так же, как и деньги, — это общественный феномен, характеризующий не просто легкость обмена, а способность удовлетворять любые человеческие нужды.

Таким образом, сущность ликвидности проявляется в единстве таких ее полезных свойств, как:

- платежеспособность;
- скорость и свобода движения;
- нулевые издержки и риск при обменных операциях;
- общепризнанность, подкрепленная спросом и доверием.

Перечисленные свойства представляются вполне удовлетворительными для оценки ликвидности любого финансового актива: облигаций, акций, закладных и т. д. Для определения содержания понятия «ликвидность рынка государственных ценных бумаг» и выработки концептуальной платформы для анализа проблем ликвидности рынка этого недостаточно. Важно отделять понятие «ликвидность рынка» как идеологию его организации, направленной на поддержание общей ликвидности экономики, от ликвидности как характеристики денежных активов экономики или технического состояния рынка за определенный временной период.

⁹ *Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А. Хансона, П. Хонохона, Дж. Манджони; пер. с англ. — М.: Издательство «Весь Мир», 2005. — С. 158.*

¹⁰ Аглиетта М., Орлеан А. *Деньги между насилием и доверием. — М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006. — С. 62–63.*

¹¹ Там же, с. 64.

ЛИКВИДНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВЫХ БУМАГ И СОВРЕМЕННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Государство выступает особым субъектом денежно-кредитных отношений. Ликвидность его долговых инструментов взаимосвязана и взаимообуславливается общей ликвидностью экономики, или, по-другому, состоянием нормального товарооборота и воспроизводственного процесса, не подрываемого ни избытком, ни недостатком денег в обращении. Вопрос о ликвидности экономики, в свою очередь, неразрывно связан с историей развития денежных систем, приведшей к тому, что государство стало отвечать за стабильность денежного обращения. Поэтому и проблемы ликвидности рынка государственных ценных бумаг неизбежно пересекаются с функциями современных денег, механизмом поддержания их покупательной силы и решением одного из наиболее актуальных макроэкономических вопросов — определения оптимального количества денег в обращении.

Регулирование денежного обращения и технология поддержания общей ликвидности рыночной экономики коренным образом изменились после отмены золотого стандарта. Формально привязка денежной эмиссии к золотому стандарту была отменена в 1976 г., но новая кредитная природа денег стала проявляться задолго до этого события. Основная часть денег уже давно создавалась на основе монетизации частного или государственного кредита. Например, для обеспечения выпуска банкнот Банк Англии начиная с Акта Пила (1844 г.) использовал государственный долг, т. е. сверх золотого покрытия уже тогда стала применяться монетизация госзаймов.

Принципиальная разница между деньгами, разменными на золото, и кредитными деньгами заключается в способности первых выполнять функцию сбережения и тем самым автоматически поддерживать ликвидность экономики. Деньги, свободно обмениваемые на золото, могли в случае потери покупательной способности свободно покидать товарный оборот и аккумулироваться в форме золота (сокровище). Механизм прилива денег в обращение и их отлива из него связан с отклонением покупательной стоимости полноценных денег (золота) от их стоимости.

Сущность денежных средств, имеющих по источнику их образования кредитный характер, особенно ярко проявляется в особенностях выполнения ими функции средства сбережения. Современные деньги носят еще другое название — фидуциарные, или деньги, основанные на доверии. В соответствии со взглядами банковской школы они не могут полноценно выполнять функцию сокровища, а реальное накопление фидуциарных денег фактически сливается с капиталотворческой сущностью кредита. Кредитные деньги могут сохранять свою стоимость, только обслуживая движение капитала. Это как раз и позволяет использовать деньги как средство управления, гибко приспособлявая их количество к потребностям объема производства и товарного обращения.

Государство очень рано стало понимать изменяющуюся природу денег. Интересен следующий исторический факт. Павел I именным указом Сената 1797 г. признал выпущенные ассигнации государственным долгом. Устойчивость обращения фидуциарных (основанных на доверии) денег и сохранность их покупательной силы подкреплялась выпуском казначейских билетов, которые «сочетали в себе характер кредитного срочного обязательства и государственного денежного знака»¹². Казначейские бумаги, по мнению советских экономистов, стали суть обязательствами, выдаваемыми правительством для временного замещения наличных денег в обращении. Государственные ценные бумаги приобрели статус квазикредитных денег, способных идеально компенсировать недостающее сберегательное звено, которым обделены кредитные деньги. По меткому замечанию Г. Г. Матюхина, они «заменили в какой-то мере существующий при золотом стандарте автоматизм действия функции сокровища»¹³.

¹² Семенкова Т. Г., Семенков А. В. *Денежные реформы в России в XIX веке.* — СПб.: Марафон, 1992. — С. 57.

¹³ Матюхин Г. Г. *Проблемы кредитных денег при капитализме.* — М.: Наука, 1977. — С. 152.

Изменившаяся внутренняя природа современных денег, централизованный характер их эмиссии, сопровождающейся передачей государству функции регулирования денежной массы, не могли не наложить отпечаток на формы обеспечения ликвидности государственного долга. Используя кредитную основу современных денег, государство стремится к поддержанию такого количества платежных средств и высоколиквидных государственных инструментов, которое не оказывало бы неблагоприятного воздействия на цены, объем инвестирования и процентные ставки. Не случайно широко известная теория предпочтения ликвидности Дж. М. Кейнса — часть денежной теории, в которой государству отводится главная роль регулятора инвестиционного процесса и экономического роста. «Можно даже сказать, что теория денег в значительной мере является не чем иным, как теорией ликвидности, и что именно здесь спотыкается ортодоксальная теория, неспособная предложить удовлетворительную трактовку понятия ликвидности»¹⁴.

Макроэкономическая суть государственного долга в современных условиях приобретает ярко выраженный денежный аспект. Чисто финансовый вопрос оплаты долга в условиях современной организации денежного обращения становится денежной проблемой. Выпуск государственных ценных бумаг, сроки и структура госдолга стали определяться не только дефицитом государственного бюджета, но и потребностями регулирования денежного обращения. Усиление через государственный долг взаимосвязи между денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политикой государства — одна из характерных черт развития сфер денег и кредита на современном этапе.

ПРОБЛЕМЫ ЛИКВИДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И УРОВЕНЬ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Важнейшей характеристикой экономической системы, отражающей ее насыщенность ликвидными активами, является уровень монетизации экономики. Он рассчитывается как отношение широкого агрегата денежной массы (M_2) к ВВП. По этому показателю можно судить о потенциале государственных заимствований в виде эмиссионных кредитов. В международной практике он воспринимается еще и как показатель интенсивности финансов.

Уровень монетизации экономики, с одной стороны, свидетельствует о доверии общества, экономических агентов к национальной валюте, а с другой — характеризует качество сберегательного процесса, его способность формировать инвестиционные денежные ресурсы. В международной практике принято считать, что показатели монетизации экономики и капитализации фондовых рынков взаимосвязаны и взаимообусловлены. По крайней мере, наибольшее значение коэффициента монетизации наблюдается в тех странах, которые официально признаются важнейшими мировыми финансовыми центрами. Это прежде всего Великобритания, Гонконг, Люксембург, Швейцария.

Однако вопрос оптимальной монетизации экономики является не столь однозначным, он не вписывается в большинство макроэкономических теорий. Отметим также, что полномасштабного исследования влияния монетизации на эффективность развития экономики и общества, а тем более на ликвидность рынка государственного долга, не проводилось. Однако многие эксперты признают, что низкая монетизация экономики России (этот показатель в 1998 г. составлял 13 % вместо среднемировой нормы 100 %) в сочетании с высокими издержками бюджета по выплате доходов держателям гособлигаций фактически привела к дефолту российский рынок государственных ценных бумаг.

¹⁴ Аглиетта М., Орлеан А. *Деньги между насилием и доверием.* — М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006. — С. 174.

Впервые показатель монетизации экономики, как известно, ввел А. Маршалл. В его понимании данный показатель отражал ту часть национального дохода, которую экономические субъекты предпочитали держать в наиболее ликвидных активах. При этом важно отметить, что ученый расценивал деньги и ликвидность как важное средство достижения экономических целей, однако это не означало, что конечный результат однозначно взаимосвязан именно с увеличением потока ликвидности.

В зарубежной практике, особенно в периоды финансовых кризисов, практикуются покупки на баланс центральных банков долгосрочных ценных бумаг, что безусловно увеличивает монетизацию экономики и, как считают, способствует ее активизации. Кроме того, замещение краткосрочных сбережений населения государственными бумагами, ликвидность которых поддерживается центральным банком, можно (с определенной долей условности) расценивать как безынфляционный и контролируемый государством способ наращивания ликвидности экономики.

Повышение монетизации экономики и развитие ликвидности рынка государственных ценных бумаг, направляемые задачами финансирования экономического роста, можно считать взаимообусловленными процессами.

Рост монетизации экономики и ликвидности рынка государственных облигаций важен не как самоцель, а как способ решения задачи обеспечения экономического роста. Это требует перехода к новой идеологии государственных заимствований, основанной на понимании долга как инструмента достижения макроэкономического равновесия всей экономической системы, а не только государственного бюджета.

В широком смысле заем может использоваться государством как инструмент установления макроэкономических равновесий между объемом производства и количеством денег в экономике. С одной стороны, дисбаланс между денежными потоками и потоками реальных экономических благ может быть устранен путем изъятия с помощью займа из обращения определенного объема денежных средств. С другой — государственный заем представляет собой наиболее надежный способ сохранения накопленных населением сбережений. Так, через организацию государственных заимствований можно влиять на соответствие совокупных сбережений и инвестиций, количество денег в обращении, свободу и скорость их движения.

ВЗАИМОСВЯЗЬ ЛИКВИДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ОБЩЕЙ ЛИКВИДНОСТИ ЭКОНОМИКИ

Рассмотрим взаимосвязь государственного долга и ликвидности экономики более подробно. Государственный долг способен регулировать ликвидность экономики путем формирования финансовых потоков денежной наличности различной природы:

- краткосрочные казначейские обязательства аккумулируют активные деньги, которым соответствует функция средства обращения;
- средне- и долгосрочные облигации аккумулируют пассивные деньги, которым соответствует функция средства накопления.

Хотя отличие между активными и пассивными деньгами условно, оно указывает на то, что структура денежной массы неоднородна, она в немалой степени зависит от воли владельцев денежных средств. Пассивные деньги, по существу, изымаются из денежного оборота, т. е. тезаврируются в виде наличных сбережений. Тезаврация в современных условиях представляет собой наиболее примитивное использование сбережений. В то время как вложение денег в любые финансовые активы придает им функцию капитала, или способность приносить их владельцу доход. От сочетания функций обращения и накопления (капитала) зависит уровень ликвидности экономики. Он тем выше, чем значительнее функции накопления и капитализации сбережений.

На целевое использование кратко- и долгосрочных государственных ценных бумаг накладывает отпечаток функция денег, которые они замещают. Краткосрочные государственные бумаги выпускаются финансовыми властями для аккумуляции временно

свободных средств банков и, реже, населения на небольшой по времени срок (не более года). Краткосрочный заем, изымающий из денежного оборота часть активных денег, обычно компенсирует сезонную неравномерность поступления налогов на счета казначейства (так называемые кассовые разрывы). В случае приобретения их центральным банком (а такая практика сохраняется в США и Японии) происходит монетизация государственного долга, или создание первичной ликвидности (новых денег). Денежная база, формируемая за счет покупки госбумаг, расценивается большинством ученых как наиболее управляемая. Центральный банк, выходя на рынок и организуя покупку или продажу государственных ценных бумаг из своего портфеля, не просто контролирует количество денег в обращении, но достаточно точно изменяет его в необходимых пределах. Краткосрочные казначейские обязательства — самые подходящие инструменты для вложения средств банков, поскольку они обеспечиваются всей мощью государства и будущими доходами его бюджета.

Следует иметь в виду, что потребность бюджета в заимствованиях не определяется объемом облигаций, который необходим центральному банку для монетизации государственного долга и проведения операций на открытом рынке. **Поэтому использование государственных облигаций в качестве активов центрального банка неизбежно приводит к формированию объединенной политики в отношении их объема и доходности. Цели денежной политики, оказывающие влияние на курс облигаций, могут вступать в противоречие с целями финансовой политики и тем самым создавать проблемы для ликвидности рынка государственных ценных бумаг.**

Средне- и долгосрочные облигации используются для аккумуляции денежных накоплений населения и институциональных инвесторов (пенсионных и страховых фондов). Несмотря на то, что сбережение наличности сокращает будущее богатство индивида и общества, тезаврация в развивающихся странах все еще остается реальным феноменом их денежного мира. Ее истинный смысл оказывается непосредственно связанным с природой ликвидности, которую удалось раскрыть Дж. М. Кейнсу в его теории предпочтения ликвидности. Ученый называет «предпочтением ликвидности» стремление людей к богатству в виде наличности как естественный, психологически присущий человеку ответ на неопределенность будущего. Понятие «тотальной неопределенности», или неопределенности, от которой нельзя уйти с помощью распределения рисков, в его теории играет первостепенную роль, выступая неотъемлемой и наиболее характерной чертой рынка как экономической системы. Он пишет: «...наше желание держать деньги в качестве средства хранения богатства служит показателем степени нашего недоверия к нашим собственным расчетам и конвенциональному взгляду на будущее... Обладание реальными деньгами снижает уровень нашего беспокойства»¹⁵.

Не любое богатство, а именно ликвидное богатство «делает из него талисман, защищающий от всех потенциальных неприятностей»¹⁶, проистекающих от тотальной неопределенности будущих событий. Следовательно, свойство ликвидности важно для регулирования не только активных, но и пассивных денег. Их неравномерное накопление, а тем более перенакопление, вызывает колебания уровня ликвидности экономики, т. е. «ликвидность, которой обладают некоторые долговые обязательства, является по своей природе денежным качеством»¹⁷.

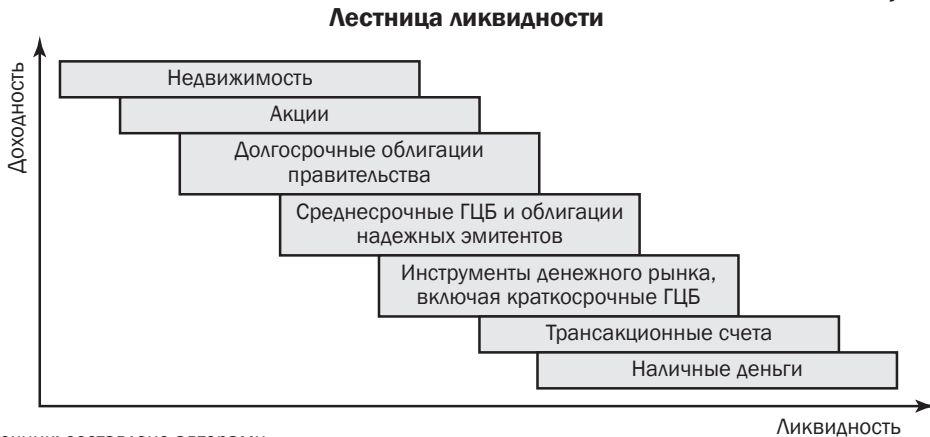
Дж. М. Кейнс, анализируя критерии привлекательности финансовых активов, которые побуждают держателей сбережений обменивать их на наличные деньги, впервые обратил особое внимание на взаимосвязь ликвидности и доходности активов. Иерархическая лестница заменителей настоящих денег (в соответствии с убывающей степенью ликвидности и возрастающей доходностью) представлена на рис. 1.

¹⁵ Кейнс Дж. М. *Общая теория занятости, процента и денег* / Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1978. — С. 286.

¹⁶ Аглиетта М., Орлеан А. *Деньги между насилием и доверием*. — М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006. — С. 72.

¹⁷ Там же, с. 201.

Рисунок 1



Источник: составлено авторами.

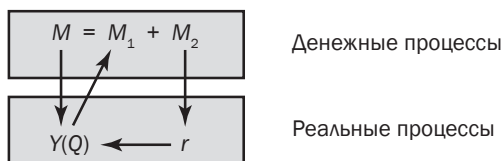
Разные активы имеют различную степень ликвидности/доходности, и люди сами выбирают те, в которых будут держать свои накопления. Поэтому количество денег в обращении и структура денежной массы хотя и выступают результатом создания денег банковской системой, однако регулируются, по существу, спросом на деньги со стороны населения, государства и хозяйствующих субъектов. Ведь понятие «денежная масса» также означает и общую сумму наличности во владении частных лиц, предприятий и учреждений. Количество наличности в тезаврации в немалой степени зависит от сокращения издержек и простоты доступа населения и хозяйствующих субъектов к первоклассным заменителям ликвидности.

Повышение ликвидности экономики и расширение денежной массы во всем мире происходило путем увеличения требований банков к государственному казначейству и возвращения денег в экономику (в частности, благодаря пользующимся общественным доверием государственным ценным бумагам). Это позволило Федеральной резервной системе (ФРС) постепенно включить в денежную массу сберегательные облигации, а при расчете денежной экспансии ориентироваться на специальный агрегат долга (кредита). В него включаются долг правительства США, штатов и частного американского нефинансового сектора.

Из индивидуальных предпочтений ликвидности складывается общественное ее предпочтение. А оно, по мнению Дж. М. Кейнса, не просто распределяет денежную массу в обращении на активную и пассивную части, но и определяет величину процента, напрямую влияющего на объем производства (величину ВВП). **Следовательно, ликвидность является не просто чисто техническим свойством, облегчающим и ускоряющим процесс обмена, в теории Дж. М. Кейнса она выступает важнейшим фактором реального производства.** Механизм взаимосвязи денежных и реально-стоимостных процессов в теории предпочтения ликвидности выглядит следующим образом (рис. 2).

Рисунок 2

Модель взаимосвязи денежного и реального секторов с позиции теории предпочтения ликвидности Дж. М. Кейнса



Источник: составлено авторами.

Стрелки от механизма денежного предложения к реальному сектору на представленной схеме символизируют их теснейшую взаимосвязь. Таким образом, стратегия в области государственных заимствований может реально влиять на экономическое развитие в следующих случаях:

— если выпуск государственных облигаций вызовет изменение в количестве денег (M), которое, по мнению Дж. М. Кейнса, выступает в качестве исходной причины и ведущей детерминанты будущих изменений в объеме производства ($Y(Q)$). Государственный заем у населения, если сбережения превышают инвестиции или монетизация долга происходит в период падения частной инвестиционной активности, не приводит к увеличению нормы процента (r);

— если выпуск государственных облигаций вызовет изменения в структуре активных и пассивных денег в обращении (M_1/M_2). Выпуск средне- и долгосрочных государственных ценных бумаг увеличивает пассивную часть денежной массы, связывает рост излишних денег, что, по идее Дж. М. Кейнса, сокращает предпочтение ликвидности и влияет на изменение нормы процента (r).

Способность как объема, так и структуры государственного долга влиять на норму процента делает его незаменимым инструментом экономической политики государства. При достаточном объеме операций с госбумагами их цена становится точкой отсчета доходности по частным облигациям, играя ключевую роль в развитии финансового сектора и экономики в целом. При этом нижняя планка доходности должна соответствовать уровню инфляционного обесценения денег. Насколько низка будет эта ставка, а следовательно, и стоимость заимствования для финансовых властей, в соответствии с теорией предпочтения ликвидности Дж. М. Кейнса, зависит от количества денег в обращении, т. е. от политики центрального банка. Поэтому для ее поддержания на экономически оправданном уровне необходима координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

В силу высокой надежности государственные облигации не должны быть высокодоходными, но, как правило, призваны защищать сбережения конечных кредиторов, т. е. населения, от инфляционных обесценений. С другой стороны, задача поддержания деловой активности и экономического роста накладывает свои ограничения на планку доходности гособлигаций — государственный заем не должен приводить к вытеснению частных инвестиций, т. е. быть выше рентабельности предприятий реального сектора.

Таким образом, с точки зрения кейнсианской теории, ликвидность государственных ценных бумаг можно определить как способность этого актива быть проданным в любое время по экономически обоснованной цене, которая, с одной стороны, защищает сбережения населения от инфляции, а с другой — не препятствует трансформации сбережений в инвестиции. Попытка формировать ликвидный рынок государственных ценных бумаг при сохранении неэффективной для реального сектора ставки процента приводит к спекуляциям и возрастанию бремени государственного долга. Обеспечение экономически обоснованной доходности по гособлигациям (по сути, главного фактора дисконтирования будущих доходов государства) является реальной проблемой ликвидности рынка государственных ценных бумаг.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПОДХОД К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ЛИКВИДНОСТИ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Реформирование денежных систем и поиск эффективных способов регулирования денежного обращения привели к тому, что стратегии политики государственных заимствований за последние 50 лет претерпели существенные изменения. В мире стали господствовать две основные идеологии заимствования, которые можно идентифицировать как по характеру денежного предложения (экзогенное или эндогенное), так и по способу координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики. Каждой из сложившихся идеологий соответствует своя система управления государственным долгом, так называемый долговой менеджмент (*англ.* — *debt management*).

Широкие стратегические цели денежной политики, которые не ограничиваются только достижением стабильности курса и покупательной способности национальной валюты, а распространяются на поддержание устойчивого роста ВВП, обычно сочетаются с «финансово-ориентированным долговым менеджментом». При выборе такой системы управления государственным долгом на первый план выходят задачи макроэкономического регулирования, достижения равновесия всей финансовой системы, а не только государственного бюджета. Формы обеспечения государственного долга определяются на основе согласованности мер бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики. Государство при этом активно участвует в регулировании совокупного спроса, не ограничиваясь только дискреционной политикой.

Узкие стратегические цели денежной политики, ограничивающиеся исключительно поддержанием покупательной способности национальной валюты, обычно сочетаются с «фискально-ориентированным долговым менеджментом». При выборе такой системы управления государственным долгом на первый план выходят задачи бюджетного дефицита, соблюдения его границ в строго заданных пределах. Государство отказывается от широкого использования государственного долга как инструмента воздействия на ход инвестиционного процесса.

Эти системы управления государственным долгом демонстрируют различные подходы к координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики для достижения оптимального уровня ликвидности экономики. Поэтому «рыночная ликвидность не является ни вещью, ни контрактом, это способ координации», а «кризис ликвидности на рынке есть, следовательно, дезорганизация его функционирования, нарушение координации»¹⁸.

Ликвидность рынка государственных ценных бумаг — это выбираемый способ координации усилий денежных и финансовых властей, сознательно направленных на закрепление общественного доверия к рынку государственного долга путем поддержания на экономически обоснованном уровне таких параметров его устойчивого развития, как ширина, глубина и волатильность.

Из определения следует, что в основе ликвидности лежит вера в государство, его национальную валюту и экономическую политику поддержания устойчивости рынка суверенных ценных бумаг. В частности, показатели ширины и глубины рынка обеспечиваются путем развития вторичного рынка государственных ценных бумаг — рынка частных инвесторов и «открытого рынка» (рынка первичных дилеров). При такой организации стабильность цен на государственные бумаги во многом обуславливается механизмом денежного предложения, а авторитет государства как суверенного заемщика обычно не подвергался сомнению. Процесс самореализации ликвидности присущ только тем рынкам, вера в надежность которых разделяется большинством населения.

Рассмотрим принципиальные различия в способах координации денежно-кредитной и бюджетной политики на примере США и Германии, для которых характерны два полярных подхода к стратегии развития государственных заимствований, описанные выше.

Центральному банку Германии (Бундесбанку) с момента его основания вменялось в качестве первостепенной цели достижение «дееспособной системы конкурентных цен и стабильность денег»¹⁹. Цели ФРС США менялись в зависимости от хозяйственных потребностей, но «очень важно, что законодательство США не определяет стабильность цен единственной задачей монетарной политики»²⁰. Стратегические цели ФРС всегда выходили за рамки поддержания исключительно денежной стабильности. Они сводились к обеспечению уровня ликвидности, при котором рост цен не влияет на принятие решений домашними хозяйствами и фирмами. Это значит, что стабильность

¹⁸ Аглиетта М., Орлеан А. Деньги между насилием и доверием. — М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006. — С. 268.

¹⁹ Гутник В. П. Политика хозяйственного порядка в Германии: сб. науч. тр. / Институт мировой экономики и международных отношений РАН. — М.: Изд-во «Экономика», 2002. Главной целью ЕЦБ, который полностью перенял «денежный режим» Бундесбанка, также является стабильность цен (п. 2 Устава ЕСЦБ и ЕЦБ), строго ограничивающая рост (до 2 % в год) индекса цен на потребительские товары.

²⁰ Садков В., Овчинников О. Банковские системы развитых стран: история, современность, перспективы. — М.: Издательская группа «Прогресс», 2001. — С. 99.

цен здесь трактуется не в количественной, а в «качественной» форме. В 1946 г. был принят закон о занятости, в котором закреплялась ответственность чиновников исполнительной власти за поддержку экономического роста. С этого момента и стимулирование деловой активности было вменено в обязанность ФРС. Сейчас цель денежной политики США формулируется как достижение экономического роста при обеспечении разумной (качественной) стабильности цен.

Коренные различия проявлялись и в способах предложения денег в экономику (экзогенный — в США и эндогенный — в Германии, а теперь и Евросоюзе), в организации управления ликвидностью (операции на открытом рынке и рефинансирование) и, главное, в наборе специальных мер поддержки рынка государственных ценных бумаг.

Заметим сразу, что поддержка рынка государственных ценных бумаг существовала и существует во всех странах. Без этого сформировать по-настоящему ликвидный рынок государственных ценных бумаг невозможно. Другое дело, что форма такой поддержки и ее размер существенно отличаются в разных странах, применяющих различную идеологию государственных заимствований и по-разному оценивающих смысл понятия независимости своих центральных банков. Например, Бундесбанку (хотя он и является примером самого независимого банка) вменялось в обязанность проводить интервенции в целях стабилизирующего влияния на курс госбумаг, правда, исключительно от имени и за счет правительства республики.

ФРС, наоборот, никогда публично не ставила перед собой задачи поддержания курса государственных ценных бумаг на открытом рынке. Но именно государственные ценные бумаги являются основной формой обеспечения предложения денег в США, а качество баланса любого центрального банка, как известно, определяется надежностью и ликвидностью его активов. Законодательно ФРС — квазигосударственное учреждение, которое обладает полной политической независимостью. Способ координации финансовых и денежных ветвей власти при этом таков, что «Казначейство отвечает за финансирование государственного долга США. ФРС занимается денежной политикой США. Хотя эти две организации формально независимы, ФРС является “ушами” и “руками” Казначейства»²¹. Это мнение известного специалиста по рынку государственных облигаций К. И. Рей.

Французские исследователи М. Аглиетта и А. Орлеан, анализируя поворотные моменты в развитии денежного регулирования в США, замечают, что к концу войны (1945) «57 % активов коммерческих банков составляли бумаги федерального правительства»²². Практически целое двадцатилетие (1933–1951) развития финансовой системы США банки вынуждены были работать в условиях ограничений, накладываемых на них через управление государственным долгом, а ФРС вплоть до 1951 г. в определенной мере оставалась зависимой от Казначейства. Ведь согласно закону Гласа-Стигалла 1933 г. коммерческим банкам запрещалось вкладывать свободные финансовые средства в спекуляцию финансового рынка, но зато не запрещалось делать вложения в государственные ценные бумаги. Поэтому, хотя их приобретение банками и было формально добровольным, но, по существу, его следует оценить как добровольно-принудительное.

До принятия этого закона никто всерьез не рассматривал операции на открытом рынке в качестве эффективного инструмента регулирования количества денег в обращении. И сейчас в том же ключе работают требования о том, что «банк обязан держать ценные бумаги на сумму, равную по величине депозиту Казначейства США в этом банке»²³. Кроме того, необходимость при каждом обращении за кредитом в ФРС предоставлять залог в виде ценных бумаг правительства работает на «ширину» американского рынка госдолга.

²¹ Рей Кристина И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 56.

²² Аглиетта М., Орлеан А. Деньги между насилием и доверием. — М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006. — С. 224.

²³ Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. — СПб.: Литера плюс, 1994. — С. 100.

Американская концепция использования государственного долга как инструмента макроэкономического регулирования заставляет власти согласовывать не только объемы, но и структуру государственных займов. Ведь привлечение денежных средств от населения или от банков по-разному влияет на покупательную устойчивость национальной денежной единицы. Состав держателей долговых обязательств в этом случае должен быть разнородным, с тем чтобы менять акценты заимствования и избегать многих нежелательных последствий эффекта вытеснения, производимого государственным долгом.

Скоординированная работа ФРС и Казначейства в этом направлении привела к образованию взаимных фондов денежного рынка, которые стали «финансовым вундеркиндом семидесятых годов»²⁴. Подавляющая часть этих фондов специализировалась исключительно на покупке ценных бумаг федерального правительства, привлекая в них мельчайшие сбережения населения. В результате финансовые и денежные власти получили реальный рычаг воздействия на предпочтения ликвидности со стороны населения, а значит, доступ к важнейшему каналу безинфляционной ликвидности — сбережениям семей. Список поддержки ФРС рынка государственной задолженности можно продолжить. Это и привилегии по 100-процентной залоговой стоимости при операциях РЕПО (в отличие от векселей, уцениваемых до 50 % рыночной цены), и обмен облигаций Казначейства с наступившим сроком погашения непосредственно в Центральном банке, и солидный портфель долгосрочных ценных бумаг правительства в ФРС²⁵. Как скрытую форму поддержки следует расценивать и практику окончательного приобретения ФРС государственных ценных бумаг на открытом рынке.

При любом способе координации архиважно, чтобы она осуществлялась в рамках внятной макроэкономической политики. Именно ей должна соответствовать идеология государственного заимствования, и на нее должна работать ликвидность рынка ГЦБ.

Приоритеты обеспечения стабильности евро привели Европейский союз к законодательному установлению строгих границ для заемной экспансии бюджетных властей. Согласно принятому Пакту о стабильности дефицит бюджета не должен превышать 3 %, а государственный долг — 60 % от объема ВВП (ст. 104с [1] Договора ЕС и ст. 1 Протокола № 5 к Маастрихтскому Договору)²⁶. Это означает, что возможность манипулировать доходами и расходами бюджетов стран ЕС поставлена в зависимость от целей, входящих в компетенцию Европейского центрального банка (ЕЦБ).

В определенной мере альтернативой этому Пакту можно расценивать достигнутое еще в марте 1951 г. официальное соглашение между ФРС и Министерством финансов, вошедшее в современную историю государственных финансов США под названием «Accord» («Согласие»). Реальное содержание «Согласия» означало то, что между этими ветвями власти устанавливалась тесная координация действий, преследующая общую цель — достижение стабильности экономического роста. Министерство финансов становится «активным участником в выработке общего с ФРС курса в области экономического регулирования»²⁷. Это означает только то, что «ФРС и Казначейство делят между собой ответственность за финансирование дефицита...»²⁸, хотя размер госдолга ежегодно утверждается Конгрессом. Результатом координации и усилий властей США, как известно, стало создание по-настоящему ликвидного рынка государственных ценных бумаг, который базируется на кредите доверия к государству. Так, установление денежного режима во многом определяет и стратегию государственных заимствований, и соответствующий ей путь формирования ликвидного рынка.

²⁴ Туруев И. Б. *Мировое значение американских финансовых институтов*. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 154.

²⁵ Что означает не что иное, как использование механизма кредитной антиципации.

²⁶ Пашковская И. Г. *Европейская экономическая и валютная интеграция: Аспекты права Европейского Союза*. — М.: ЭЛЕКС-КМ, 2003. — С. 64.

²⁷ Бобраков Ю. И. *США: федеральная резервная система и экономическое регулирование*. — М.: Наука, 1971. — С. 38.

²⁸ Медников В. В., Маховикова Г. А. *Экономическая теория и экономическая политика зарубежных стран: Учебное пособие*. — СПб.: УЭФ СПб, 1995. — С. 54.

С макроэкономической точки зрения проблемы ликвидности рынка государственных ценных бумаг в России — это прежде всего проблемы развивающегося рынка. Все они в той или иной степени связаны с поиском компромисса между целями денежного регулирования и управления государственным долгом, между ориентацией долга на потребности бюджета или на модернизацию экономики и регулирование устойчивого экономического роста. Какова стратегия государственных заимствований, таков и масштаб доступа к ликвидности Центрального банка, таково и место рынка государственных ценных бумаг в поддержании ликвидности экономики.

Подмена стратегических целей тактическими планами очень опасна. Такие меры, как регулярность предложения госзаймов, объединение их торгов с корпоративными и муниципальными облигациями, диверсификация сроков заимствований, являются весьма важной, но технической стороной системы государственных заимствований. Стратегическая система управления долгом связана с его превращением в полноценный инструмент государственного регулирования. Инструмент, который будет органично вписан в соответствующую модель финансирования экономического роста. Развитие госдолга может подчиняться только инвестиционным целям или еще одновременно служить ориентиром для увеличения денежной массы — это вопросы стратегического уровня, требующие четкости и согласования приоритетов денежной и финансовой политики.

Стратегия, которая превращает государственный долг в инструмент поддержания устойчивого экономического роста и доставки ликвидности экономике, отвечает мировым тенденциям. Однако для ее реализации монетарная и финансовая политика должны проводиться взаимосвязанно, подчиняясь общим правилам и целям. Особенно это важно для России, которая встала на путь модернизации экономики. Взвешенная и прагматичная «смешанная политика» (policy-mix), комбинирующая монетарное регулирование и финансовые рычаги, включая и систему государственных заимствований, — самая надежная основа устойчивости (ликвидности) рынка государственных ценных бумаг. Способы и параметры рационального сочетания двух политик, по-видимому, сугубо национальны, но только путь их интеграции предоставляет реальную возможность и деньгам, и кредиту выполнять роль стимуляторов экономического развития.

Библиография

1. Lippman, S., McCall, J. An Operation Measure of Liquidity // The American Economic Review. — 1986. — March. — P. 44.
2. Аглиетта, М., Орлеан, А. Деньги между насилием и доверием. — М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006.
3. Бобраков, Ю. И. США: федеральная резервная система и экономическое регулирование. — М.: Наука, 1971.
4. Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А. Хансона, П. Хонохана, Дж. Манджони; пер. с англ. — М.: Издательство «Весь Мир», 2005.
5. Долан, Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. — СПб.: Литера плюс, 1994.
6. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1978.
7. Материал Экспертного совета при Правительственной комиссии по экономическому развитию и интеграции [Электронный ресурс] / Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ. — Режим доступа: <http://www.ane.ru/akademiya/ekspertnyy-sovet.html>.
8. Матюхин, Г. Г. Проблемы кредитных денег при капитализме. — М.: Наука, 1977.
9. Медников, В. В., Маховикова, Г. А. Экономическая теория и экономическая политика зарубежных стран: Учебное пособие. — СПб.: УЭФ СПб, 1995.
10. Миркин, Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
11. Пашковская, И. Г. Европейская экономическая и валютная интеграция: Аспекты права Европейского Союза. — М.: ЭЛЕКС-КМ, 2003.
12. Рей, Кристина И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999.
13. Садков, В., Овчинников, О. Банковские системы развитых стран: история, современность, перспективы. — М.: Издательская группа «Прогресс», 2001.
14. Семенкова, Т. Г., Семенов, А. В. Денежные реформы в России в XIX веке. — СПб.: Марафон, 1992.
15. «Ставку биржевой комиссии по госбумагам пора снижать» [Электронный ресурс] / Информационное агентство Sbonds. — Режим доступа: <http://review.cbonds.info/index.php?year=2007&number=5>.
16. Туруев, И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов. — М.: МАКС Пресс, 2003.