



## Деньги: путь к новому качеству

А. С. Галушка  
А. К. Ниязметов

**Аннотация.** Деньги – одно из важнейших изобретений цивилизации. От листьев чая до биткоинов – содержание, качества и форма денег всегда менялись на протяжении веков. В современном мире институт денег сталкивается с небывалыми в истории вызовами.

«Деньги из воздуха». После кризиса 2008 года ключевые центральные банки мира – США и Европы – кардинально нарастили объем ничем не обеспеченной денежной массы, по сути, создали триллионы денег из воздуха, а центральные банки ряда стран – Японии, Швейцарии, Швеции проводят аномальную политику – выдают деньги под отрицательный процент. В данной статье представлен современный взгляд на одну из важнейших экономических категорий мира.

**Ключевые слова:** деньги, финансы, мировой кризис, банковская система.

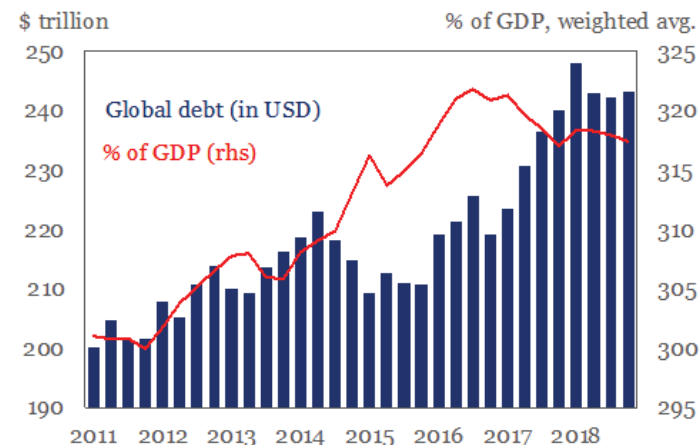
### Money: the path to new quality

A. S. Galushka  
A. K. Niyazmetov

**Abstract.** Money is one of the most important inventions of civilization. From tea leaves to bitcoins – the content, qualities and forms of money have always changed over the centuries. In the modern world, the institution of money faces challenges unprecedented in history. «Money from the air.» After the crisis of 2008, the key central banks of the world – the USA and Europe – dramatically increased the volume of unsecured money supply, in fact, created trillions of money from the air, and the central banks of a number of countries – Japan, Switzerland, Sweden – conduct an anomalous policy – give money under negative percentage. This article presents a modern view of one of the most important economic categories in the world.

**Keywords:** money, finance, world crisis, banking system.

«В долгах как в шелках». Мировой долг достиг беспрецедентно-астрономического уровня в \$ 243 трлн, что составляет 317% от мирового ВВП (\$ 78 трлн), включая \$ 72 трлн корпоративного долга, \$ 65 трлн государственного долга, \$ 60 трлн долга финансового сектора и \$ 46 трлн задолженности домохозяйств<sup>1</sup>.



Source: IIF, BIS, IMF

<sup>1</sup> Global Debt Monitor. Slowdown in 2018—Pause or Trend? <https://toshitimes.com/wp-content/uploads/2019/04/Global-Debt-Report-1.pdf>



В совокупности эти вызовы не только говорят о происходящей фундаментальной трансформации института денег, но и свидетельствуют о размытости в современном мире самого понятия «деньги».

Ситуацию крайне обостряют серьезные сомнения в способности центральных банков проводить адекватную денежную политику, верно реагировать на возникающие вызовы.

Например, реакцией со стороны центральных банков в США и Европе на кризис 2008 года стала активная эмиссия денег (политика количественного смягчения). Спустя 10 лет такой политики критическая масса (80%) ее плодов сомнительна. В США 85% денег, влитых ФРС, оказались не в экономике, а на резервных счетах банков. В Европе в ходе денежного стимулирования Евроцентробанк купил облигаций на сумму 2,54 трлн €, из которых 1,36 трлн € сегодня лежат «мертвым грузом» на счетах в коммерческих банках и не дают экономике ничего, а 657 млрд € дают убытки – размещены банками в ЕЦБ под отрицательный процент<sup>3</sup>.

В итоге ведущие центральные банки, несмотря на огромные эмиссии, не смогли дать экономике деньги, способные обеспечить устойчивое развитие и решение ее структурных и институциональных проблем, будь то диверсификация экономики, развитие новых отраслей, инновации или создание новых рабочих мест.

Из этого следует вывод: важнее не количество денег, а качество денег («Quality of Money Does Matter»).

При этом общепринятые на сегодняшний день инструменты денежной политики центробанков, призванные стимулировать экономическое развитие, крайне ограничены: это снижение ключевой ставки или наращивание долга. Если в современных условиях и дальше использовать только эти инструменты, то в лучшем случае удастся уйти от острой формы кризиса, переведя его в длительную стагнацию. Ярким примером такого сценария является Япония, стагнация которой в этом году достигла 30-летнего рубежа. Крупнейшие экономики мира имеют все шансы зайти в такой же туннель стагнации.

Причем по консенсус-оценкам экспертов это – оптимистичный сценарий.

Группа тридцати (The Group of Thirty; G30) – интеллектуальный центр, включающий председателей центральных банков, руководителей крупнейших мировых коммерческих банков, ведущих экспертов и представителей международных организаций, выпустила во второй половине 2018 года доклад «Управление следующим финансовым кризисом. Оценка чрезвычайных мероприятий в основных экономиках» («Managing the next financial crisis. An assessment of emergency arrangements in the major economies»)<sup>4</sup>.

Само название доклада говорит, что G30 считает кризис неизбежным и предлагает подготовку мер к управлению в его условиях.

G30 отмечает в мировой экономике нехватку денег нужного качества, рекомендует центральным банкам проявлять гибкость и новаторство, создавать новые и действительно работоспособные инструменты денежно-кредитной политики, работать в единой команде с правительством и парламентом, повысив уровень сотрудничества.

Что же происходит на самом деле? «Генералы всегда готовятся к прошлой войне»,<sup>5</sup> а центральные банки пытаются решать экономические проблемы на моделях, которые и привели к этим проблемам (глобальный кризис 2008 года показал, что макроэкономика оказалась к нему не готова).

Именно поэтому требует своего ответа вопрос: как в современных реалиях эффективно создавать качественные деньги?

Главным требованием (императивом) национальной стратегии создания денег должна стать продуктивность – наиболее полное использование потенциала страны, обеспечение устойчивого роста экономики и благосостояния людей.

Принципиально этому требованию может соответствовать механизм создания денег, который способен удовлетворять одновременно трем основным условиям:

- 1) связывать создание новых денег с созданием новой добавленной стоимости;
- 2) стимулировать инвесторов вкладываться в создание новых производств;
- 3) обеспечивать наилучшим образом максимальное количество новых инвестиционных проектов выгодным и длинным финансированием.

В качестве такого механизма, потенциально способного удовлетворить этим требованиям, предлагается целевая проектная эмиссия с использованием счетов эскроу.

**Алгоритм** ее осуществления заключается в следующем.

Первое. Формирование стратегического портфеля инвестиционных проектов. Государство делает это вместе с инвесторами, обеспечивая системную интеграцию, координацию реализации, увязку совокупности проектов между собой. По крупным, сложным проектам государство с привлечением инвестиционных консультантов может брать на себя структурирование и доведение проектов до уровня «banking» (это могут быть, например, крупные инфраструктурные проекты; сложные проекты освоения принципиально новых технологий либо продуктов). При формировании портфеля инвестиционных проектов имеет значение их ожидаемый вклад в экономический рост – планируемая добавленная стоимость и требуемый объем финансирования.

Второе. Достижение показателей добавленной стоимости включается как обязательное условие в инвестиционный контракт, который заключается между инвестором, коммерческим банком и уполномоченным государственным органом.

<sup>3</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/3939210>

<sup>4</sup> [https://group30.org/images/uploads/publications/Managing\\_the\\_Next\\_Financial\\_Crisis.pdf](https://group30.org/images/uploads/publications/Managing_the_Next_Financial_Crisis.pdf)

<sup>5</sup> Уинстон Черчилль

По этим условиям инвестор обязуется достичь показателей добавленной стоимости, коммерческий банк – предоставить инвестору требуемое финансирование, а уполномоченный государственный орган – акцептовать предоставление со стороны Центрального банка необходимого источника для финансирования конкретного инвестиционного проекта.

Инвестконтракт заключается при наличии подтвержденной финансовой модели, проектно-сметной документации, при необходимости – независимого ценового и технологического аудита.

Третье. После заключения инвестконтракта Центральный банк осуществляет эмиссию денег для проектного финансирования инвестиций и депонирует их в предусмотренном инвестконтрактом объеме на счете эскроу в коммерческом банке.

В консервативном варианте объем эмиссии может исключать затраты на оплату труда и импорт в целях снижения рисков инфляции и девальвации. Однако временный разрыв между деньгами, поступившими на потребительский или валютный рынок и произведенными новыми товарами может быть несущественен в масштабах конкретной национальной экономики.

На средства, размещенные на счете эскроу, не начисляются проценты и не обращаются взыскания. Для участия в данном механизме финансирования могут быть допущены только коммерческие банки, соответствующие требованиям надежности.

Четвертое. Коммерческий банк (банк инвестора) за счет задепонированных средств осуществляет проектное кредитование инвестпроекта от своего имени. Поскольку расходы коммерческого банка на привлечение средств отсутствуют, процентная ставка по кредиту инвестору включает только премию за риск и определяется по формуле: «0%+премия за риск».

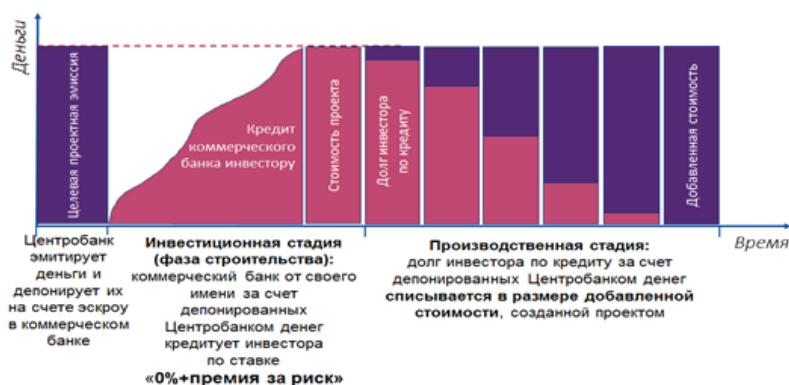
Выделенные средства при этом могут использоваться исключительно на оплату фактически произведенных инвестиций. В случае авансирования подрядчику и субподрядчикам открываются специальные счета в банке инвестора. Это исключает риски нецелевого расходования инвестируемых средств.

Также коммерческим банкам может предоставляться государственная гарантия, что будет снижать для инвесторов ставку по кредиту до самого минимального уровня. Для конкретного государства это означает, что становится возможной реализация значительно большего числа инвестиционных проектов.

Пятое. При достижении планируемых результатов по условиям инвестконтракта – запуске нового производства и создании добавленной стоимости – происходит погашение основного долга инвестора по кредиту перед коммерческим банком (в размере созданной добавленной стоимости) за счет средств Центрального банка, задепонированных на счете эскроу (см. рис.). Списание кредита или компенсация государством инвестору капиталовложений при успешном запуске производства относится к лучшей и широко распространенной международной практике стимулирования инвестиций.

В случае же неисполнения обязательств инвестора по инвестконтракту – незапуске нового производства происходит изъятие эмиссии – задепонированных Центральным банком средств, а отношения между коммерческим банком и инвестором продолжаются на обычных условиях.

Механизм целевой проектной эмиссии<sup>6</sup>



#### Суть целевой проектной эмиссии с использованием счетов эскроу.

Ключевая особенность этого нового механизма состоит в определении фактически реализуемых инвестиционных проектов, создающих экономический рост, в качестве канала эмиссии денег и в использовании счетов эскроу для исключения нерезультативной эмиссии и инфляционных рисков.

Использование счетов эскроу позволяет юридически оставить право собственности на эмиссионные деньги за Центральным банком, предоставляя при этом возможность коммерческим банкам осуществлять инвестиционное кредитование в пределах сумм на счетах эскроу. Данные средства окончательно уходят в денежный оборот только после создания добавленной стоимости и строго в ее размере путем списания основного долга инвестора перед коммерческим банком.

При использовании этой модели для государства исключаются риски незапуска инвестиционных проектов. Эти риски лежат на инвесторах и коммерческих банках. Коммерческие банки используют стандартные процедуры обеспечения и берут адекватную премию за риск – свое вознаграждение – мотивированы на конечный результат проекта – запуск производства и создание добавленной стоимости.

<sup>6</sup> <http://expert.ru/expert/2019/14/dengi-dlya-rostax/>

Возникает следующая система отношений: государство обеспечивает инвесторам выгодное финансирование, инвесторы платят вознаграждение коммерческим банкам за принятые ими риски, государство премирует инвесторов за результат.

Целевая проектная эмиссия обеспечивает коммерческим банкам высочайший уровень качества ликвидности для инвестиционного кредитования: Центральный банк предоставляет средства на любой срок, который необходим для финансирования инвестпроекта.

В итоге в денежной системе создается цепочка (канал) «эмиссия – инвестиции – запуск новых производств – продажа новых товаров – создание добавленной стоимости – включение эмиссии в денежный оборот».

В этой цепочке исключена ситуация «эмиссия – денежный оборот», минуя этапы «инвестиции – запуск новых производств – продажа новых товаров – создание добавленной стоимости».

Такая эмиссия денег стимулирует инвестиции, проектное финансирование и экономический рост, а также попадает в экономику через инвестиции, производство новых товаров.

Здесь нужно добавить, что при использовании стандартной системы кредитования рост заимствований далеко не всегда соответствует росту экономики и поддерживает его. После выхода кредитной активности на чрезмерно высокие уровни происходит накопление избыточной долговой нагрузки. Это срабатывает как сдерживающий фактор для дальнейшего роста экономики и негативно сказывается на финансовой стабильности реального сектора. Поэтому списание результативным инвесторам основной суммы долга пропорционально их вкладу в экономический рост страны является важным элементом целевой проектной эмиссии с использованием счетов эскроу. Этот элемент новой системы позволяет перейти на более высокие темпы экономического развития, опираясь на результативные компании – создатели добавленной стоимости.

Таким образом, предложенный механизм позволяет сформировать в любом государстве деньги со следующими качествами:

- стимулируют экономический рост;
- не создают инфляцию;
- не создают государственный долг;
- сокращают корпоративный долг;
- создают дешевый и длинный кредит.

Качественные деньги кардинально увеличивают возможности массовой реализации новых инвестиционных проектов и создания новых рабочих мест, устойчивого роста благосостояния народов.