

Об инфляции и монетизации

Текст: Михаил Ершов, старший вице-президент Росбанка, д.э.н. ershovm.ru(*)

Адекватное поступление финансовых ресурсов в российскую экономику должно заложить основы ее развития на многие годы.



Михаил Ершов

Согласно принятому варианту денежно-кредитной политики Банка России, ее приоритетной целью является «обеспечение ценовой стабильности, то есть поддержание стабильно низких темпов роста цен»(1). Действительно, на 2013 г. планируется инфляция на уровне 5-6% (ноябрьский прогноз ЦБ РФ, МЭР), что означает продолжение тенденции ее снижения, начиная с 1998 года. При этом перед экономикой ставится задача устойчивого роста, что будет требовать адекватного финансирования и очевидно может быть сопряжено с ростом цен. Насколько совместимо решение стоящих задач? Предполагается, в частности, что денежная база (т.е. эмиссия) рубля будет расти темпами около 10%, что с учетом действия мультипликатора может привести к росту денежной массы в диапазоне 15-19%. Другими сло-

вами, увеличение денег в экономике, как планируется, не приведет к такому же увеличению цен.

Отметим, что указанная тенденция «отставания» цен от роста ликвидности отмечается в российской экономике уже более 10 лет! (рис. 1а)

Казалось бы, дополнительный рост ликвидности должен «подтягивать» цены за собой. Однако в нашем случае этого не происходит, причем не происходит уже в течение длительного периода времени. Более того итоговое расхождение между этими показателями очень значительно (рис. 1б).

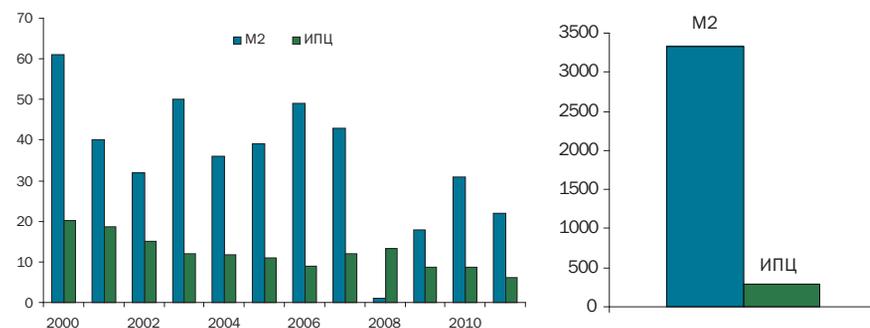
О возможности именно такого развития событий нами было указано еще 12 лет назад – в период, когда об инфляции говорилось или плохо, или ничего. Отмечалось, в частности, что вследствие низкой монетизации российская экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безинфляционной основе»(2). В связи с этим делался вывод, что «немонетизированные операции ...могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики»(3). Такие выводы и прогнозы были оправданы, учитывая тот «денежный

провал», который имел место в первой половине 1990-х гг., когда рост цен почти в 10 раз обогнал рост денежной массы, что привело к ее реальному сжатию на ту же величину! (рис. 2, 3).

Естественным следствием подобного «монетарного шока» стало появление неплатежей, бартера, суррогатов и прочих «квази-денег», посредством которых экономика смогла компенсировать возникающие перекосы. Было очевидно, что инфляционные последствия от роста денег в таких условиях будут ограничены. «Денежное сжатие» привело к сокращению и капитализации банков, и монетизации экономики в целом, которые, хоть и выросли в последние годы, сейчас по-прежнему невелики и могут существенно ограничивать возможности экономического роста (рис. 4, таб. 1).

Более того, низкая капитальная база экономики не позволяет эффективно нейтрализовать дестабилизирующий эффект притока «горячих» денег. А этот риск становится более заметным. В условиях избыточной глобальной ликвидности даже МВФ, вопреки своим традиционно либеральным подходам в области движения капиталов, недавно был вынужден признать, что «введение

[Рис. 1] Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000 – 2011 гг., %
а) ежегодный прирост
б) суммарный прирост



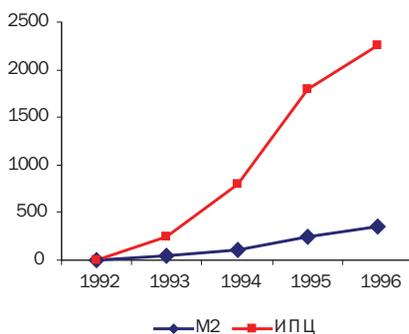
Источник: ЦБ РФ

мер по управлению движением капиталов может быть полезно для... защиты стабильности финансовой системы»(4). Еще задолго до кризиса видный экономист и функционер МВФ М. Мусса (в течение 10 лет занимал пост директора Департамента исследований МВФ) подчеркивал: «Высокая открытость к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, может быть опасна для... недостаточно капитализированных (выделено нами. – М.Е.) или неадекватно регулируемых финансовых систем»(5).

С учетом новых рисков ряд развивающихся стран (в частности, Бразилия, Ю. Корея) уже вводят меры, нейтрализующие негативный эффект спекулятивного притока коротких денег. Многие страны существенно увеличивают свою монетизацию и капитальную базу, поскольку очевидно, что чем более масштабна и монетизирована национальная экономика, тем она менее подвержена дестабилизирующему воздействию «горячих» денег. При этом нежелательный отток ресурсов регулируется нормативами и иными мерами, которые делают операции с национальной валютой более привлекательными.

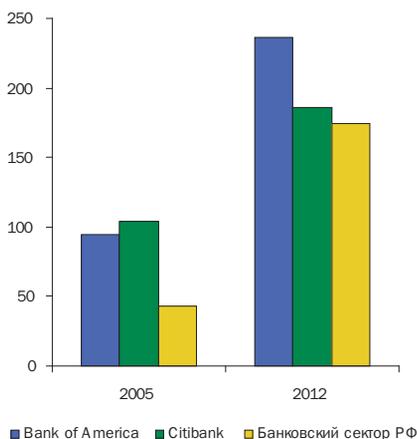
Все это крайне актуально для российской экономики. Перед ней в полной мере стоят задачи обеспечения устойчивого развития и минимизации внешних рисков. А для этого необходимо адекватное поступление финансовых ресурсов в российскую экономику, которые при этом должны в первую очередь формироваться на основе внутренних, а не внешних источников монетизации, при ведущей роли нацио-

[Рис. 2] Индексы потребительских цен и M2 в 1992 – 1996 гг. (1992 г. =1) в РФ



Источник: рассчитано по данным Росстата

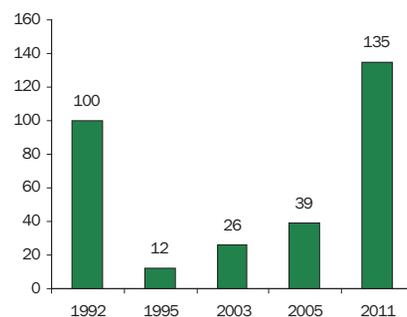
[Рис. 4] Капитал крупных банков и российской банковской системы (\$ млрд)



Источник: Построено по данным ЦБ РФ, US Fed

нальных монетарных властей (как это происходит в зрелых финансовых системах). Оно должно носить целевой характер (т.е. обеспечивать экономические приоритеты развития). Инфляционный риск при этом должен сдерживаться невысоким уровнем нашей монетизации, а формируемый в результате потенци-

[Рис. 3] Динамика реальной денежной массы в 1992- 2011 гг. (1992 г. =100%) в РФ



[Таблица 1] Коэффициент монетизации в ряде стран (M2 к ВВП, %)

Страна	Год	
	1996	2011
Китай	213	184
Япония	109	178
Великобритания	92	131
Германия	35	74
США	50	64
Россия	13	45

Источник: International Financial Statistics, Bank of England, Bank of Japan, US Fed, Bundesbank, National bureau of statistics of China, ЦБ РФ

ал роста экономики заложит основы ее развития на многие годы. Негативное влияние внешней сферы (в том числе в связи как с притоком, так и оттоком финансовых ресурсов) при необходимости может минимизироваться мерами, регулирующими характер движения капиталов.

Сноски:

(*) Статья отражает личное мнение автора.

(1) Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов / ЦБ РФ. С.3.

(2) Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. Москва. Экономика. 2000 г. С. 318

(3) Там же С.317-318

(4) The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF. 2012. 14 November. P. 18.

(5) Цит.по: Kaplan E.,Rodrik D.Did the Malaysian Capital Controls Work?-NBER Working Paper 8142, February 2001, p. 2.