

# ТРУДЫ

ВОЛЬНОГО  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЩЕСТВА  
РОССИИ



ТОМ ДВЕСТИ ТРИНАДЦАТЫЙ

МОСКВА  
№ 5/2018

О МОНЕТИЗАЦИИ,  
ПРОЦЕНТНЫХ СТАВКАХ  
И ЭКОНОМИЧЕСКОМ  
РОСТЕ  
ON MONETIZATION,  
INTEREST RATES  
AND ECONOMIC GROWTH



ЕРШОВ МИХАИЛ ВЛАДИМИРОВИЧ  
Член Президиума ВЭО России, главный  
директор по финансовым исследованиям  
«Института энергетики и финансов»,  
профессор Финансового университета при  
Правительстве РФ, член комиссии по банкам  
и банковской деятельности Российской Союза  
промышленников и предпринимателей, доктор  
экономических наук

ERSHOV MIKHAIL VLADIMIROVICH  
Member of the Presidium of the VEO of Russia,  
Chief Director for Financial Research at the  
Institute of Energy and Finance, Professor at  
the Financial University under the Government  
of the Russian Federation, member of the  
Commission for Banks and Banking Activities  
of the Russian Union of Industrialists and  
Entrepreneurs, Doctor of Economic Sciences

**А.С. ТАНАСОВА**

Эксперт «Института энергетики и финансов»,  
Финансовый университет при Правительстве  
РФ, к.э.н.

**A.S. TANASOVA**

Expert of Institute for Energy and Finance,  
expert of Financial University under the  
Government of the Russian Federation,  
PhD, Economics.

## АННОТАЦИЯ

В новых направлениях государственной денежно-кредитной политики Банка России, которые были одобрены Госдумой РФ в ноябре 2018 г., определены основные подходы и направления, которыми регулятор будет руководствоваться в ближайшие три года. Процентные ставки, денежное предложение и уровень цен, имеющие важное значение в развитии экономики, и подходы к ним, обозначенные в документе ЦБ РФ, рассматриваются в данной статье.

## ABSTRACT

The new Central Bank of Russia document on Monetary policy for 2019–2021 which was approved by State Duma, outlines some approaches in the monetary sphere and sets main guidelines for financial development. Interest rates, money supply, prices – these factors which are in the focus of the document and play a major role in economic growth, are considered in the article.

## КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Монетизация, процентные ставки, экономический рост, денежная масса.

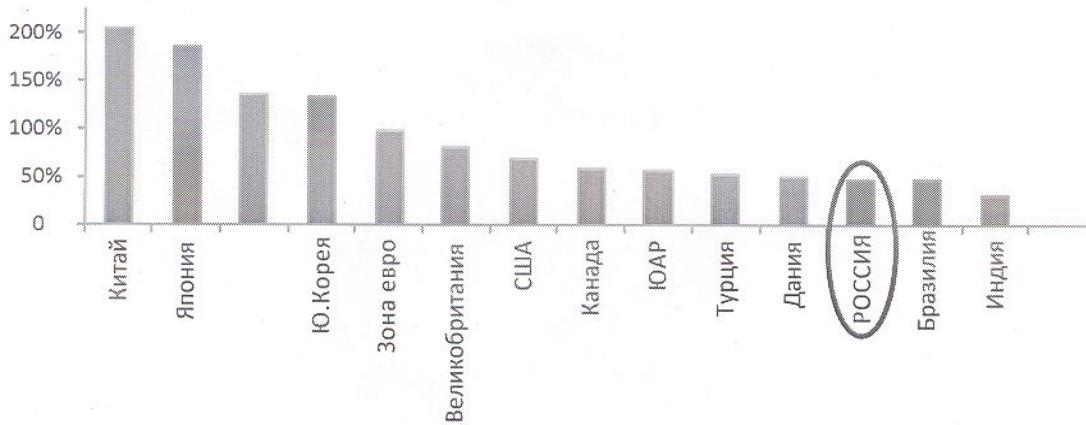
## KEY WORDS

Monetization, interest rate, economic growth, money supply.

**В** ноябре 2018 г. Госдума одобрила Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики Банка России на 2019 г. и период 2020–2021 гг. В документе предусмотрен очень умеренный рост монетизации, не исключается возобновление покупок валюты для Минфина.

При этом темпы роста экономики находятся на низких уровнях и практически стагнируют, уровень инфляции несколько возрастает и приближается к целевому уровню, курс рубля в отдельные моменты становится нестабильным. При этом повышение НДС с 2019 г. увеличивает риск роста цен, а вслед за ним и процентных ставок. В случае расширения санкций против РФ, что приведет к росту волатильности курса и возобновится тенденции к обесценению рубля, риски повышения ставок регулятором становятся еще заметнее.

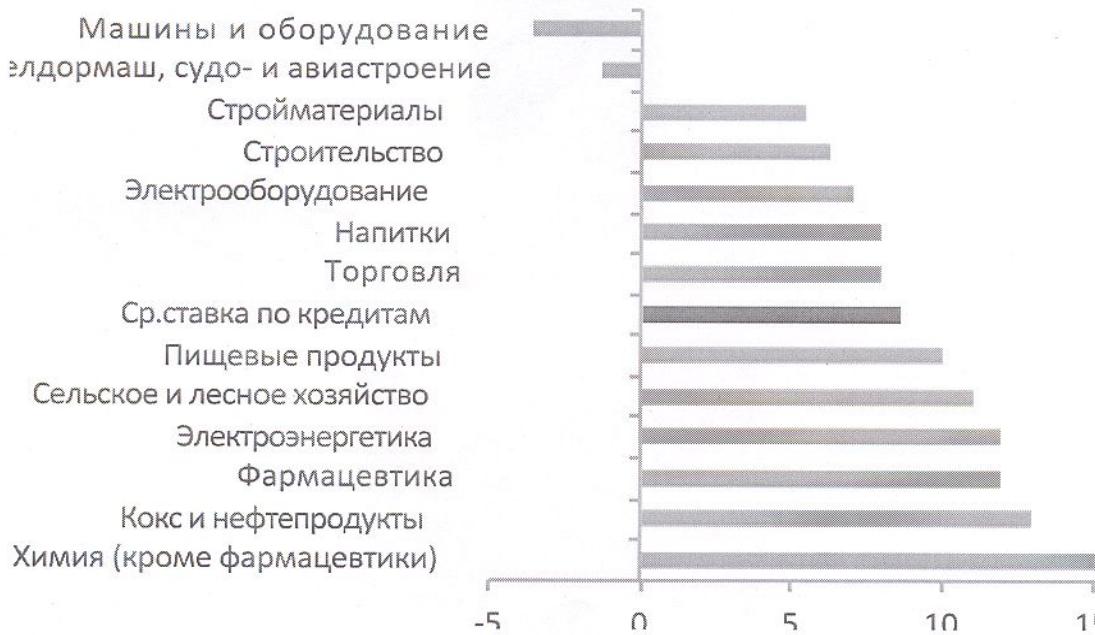
Отметим, что монетизация российской экономики по-прежнему является одной из самых низких в мире (рис. 1).



**Рис. 1. Монетизация экономик ряда стран и экономики РФ (M2/ВВП, в 2016–2017 гг.), %**

Источники: центральные банки соответствующих стран, МВФ.

Это, по мнению многих экономистов, является тормозом для устойчивого экономического роста, способствует поддержанию цен финансовых ресурсов на неприемлемо высоких уровнях, который выше рентабельности экономики (рис. 2). С другой стороны, действительно часто отмечается отсутствие качественных новых проектов или даже нежелание самих предприятий брать кредиты. Но, заметим, что одним из факторов, ограничивающих желание брать кредиты, является их высокая стоимость. В результате финансовые ресурсы нередко с трудом доходят до реального сектора. Все сказанное в целом, естественно, тормозит не только предложение, но и спрос на деньги, поскольку при таких ставках мало кто может позволить себе подобные расходы.



**Рис. 2. РФ: рентабельность отраслей и процентная ставка по кредитам, %**  
Источник: ЦМАКП.

## Монетизация — важный экономический инструмент в развитых странах

Довод о том, что монетизация вряд ли может помочь экономике, не разделяется регуляторами самых зрелых финансовых систем. Для них вброс ресурсов (причем масштабный!) в условиях кризиса был критически необходимым. Именно поэтому финансовые системы развитых стран многократно увеличили свою эмиссию (денежную базу). В США за период 2007–2014 гг. эмиссия доллара выросла более чем на 350%, английского фунта — более чем на 400%, швейцарского франка — более чем на 700%.

В сочетание со снижением процентных ставок (часто до уровня даже ниже инфляции) и другими мерами, повышающими спрос на деньги со стороны экономических субъектов, указанные меры привели, как правило, и к существенному увеличению монетизации экономики указанных стран. В частности, в Швейцарии монетизация выросла с 100% в 2005 г. до 145% к 2016 г.

Более того, в критические моменты вброс ликвидности бывает беспрецедентным по размерам. Так, после событий 11 сентября 2001 г. в США, когда открылись рынки, объем рефинансирования для американской банковской системы превысил обычные объемы за 1 день более чем в 200 раз! Другими словами, самой мощной банковской системе мира за один кризисный день потребовался тот объем рефинансирования, который в нормальных условиях она брала за год.

Если монетизация не в состоянии помочь, то зачем же тогда наиболее опытные и искушенные регуляторы развитых стран это делают в принципе, да еще в таких масштабах?! Обращает на себя внимание и то, что столь масштабный

вброс ликвидности сопровождался также мерами по увеличению спроса на деньги через снижение процентных ставок.

Поэтому рост монетизации, как явления показывающего увеличение денежной массы в экономике, является следствием целого ряда причин и предполагает увеличение как предложения денег, так и одновременно увеличение спроса на них через активное использование рычагов, повышающих доступность финансовых ресурсов и уменьшающих их цену. Сюда относятся и снижение процентных ставок, и норм резервирования, и специальные инструменты и др.

### Рост монетизации как стимул экономического роста

Часто можно услышать, что связь между динамикой ВВП в постоянных ценах и монетизацией является размытой и не поддается однозначной интерпретации. Этот вывод также опровергается реальной практикой. В России динамика реального ВВП и реальной денежной массы показывают довольно жесткую связь — рост или снижение денежной массы с некоторым лагом вызывает обычно рост или снижение ВВП<sup>1</sup> (рис. 3).

Довод о том, что рост монетизации неизбежно порождает риск инфляции, также вызывает вопросы и требует разъяснений. В России за 2000–2016 гг. суммарный накопленный рост ИПЦ был в 20 раз меньше, чем суммарный накопленный рост М2 за те же годы (т.е. 100%-й рост М2 вызовет повышение цен лишь на 5%). Другими словами, указанное явление носит долгосрочный устойчивый характер.

<sup>1</sup> Эта же закономерность еще более отчетливо подтверждается на базе регрессионных расчетов. При анализе квартальных данных за период 2005–2016 гг. реальные темпы роста ВВП и М2 демонстрируют высокую взаимосвязь с лагом в 1 квартал. (Коэффициент детерминации ( $R^2$ ) равен 0,84. При этом подсчитанный отдельно коэффициент корреляции равен 0,92). Другими словами, рост или падение реальной денежной массы (М2) в каком-либо из рассматриваемых кварталов вызывает уже в следующем квартале соответственно также рост или падение реального ВВП.

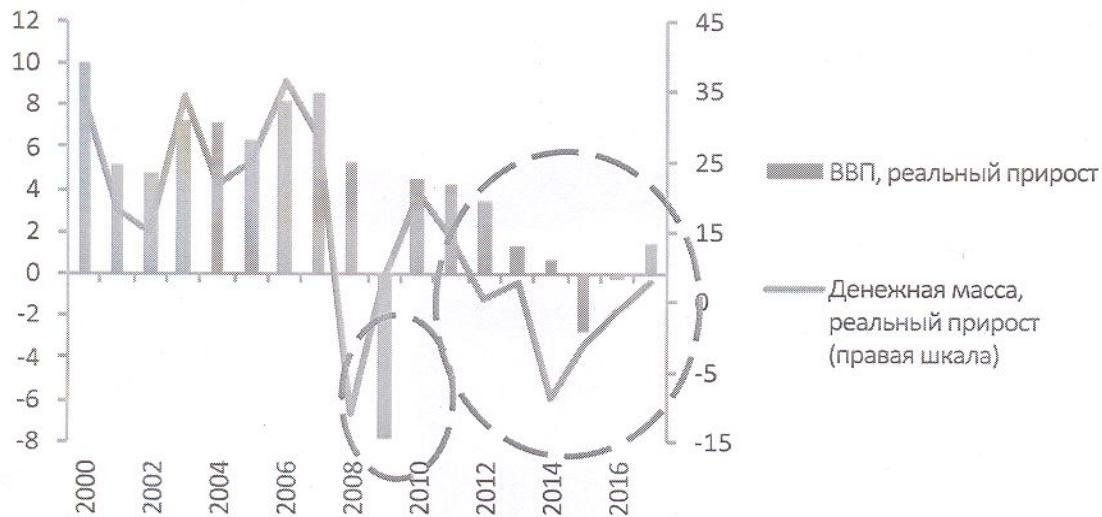


Рис. 3. Динамика реального ВВП и реальной денежной массы (M2), темпы прироста, г/г, %

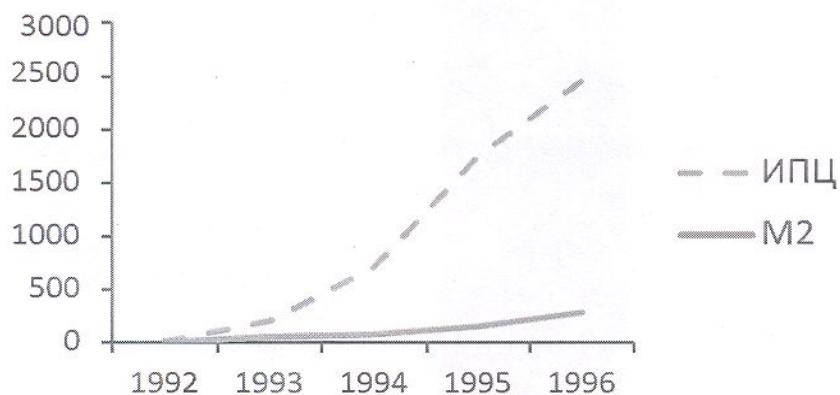
Источники: Росстат, ЦБ РФ.

Напомним, в частности, пример из недавней практики России 1990-х годов, который подчеркивает актуальность темы монетизации. Тогда либерализация цен в РФ привела к тому, что их рост значительно обогнал рост денежной массы, что вызвало ее реальное сжатие. Так, за период 1992–1998 гг. индекс потребительских цен и индекс-дефлятор ВВП возросли примерно в 2400–2500 раз, тогда как агрегат денежной массы M2 увеличился за тот же период примерно в 280 раз. В итоге реальная денежная масса (т.е. с поправкой на рост соответствующих цен) сократилась более чем в 8 раз (рис. 4) [2].

В результате такого сжатия монетизация экономики упала с более 80% (в начале 1990-х гг.) до менее 15% (к середине 1990-х гг.).

При этом ожидаемого в теории адекватного увеличения скорости оборачиваемости денег, которая могла бы компенси-

ровать указанное сжатие, не произошло. Более того, с учетом отмечавшихся частых задержек с переводом средств, осуществлением платежей и т.д. скорость оборота для экономики в целом даже несколько замедлилась (при всей условности этого показателя в российских условиях в принципе, когда лишь около 20% экономики РФ обеспечивалось тогда «живыми» деньгами, а 80% операций осуществлялось без их участия).



**Рис. 4.** Динамика цен и денежной массы (M2) в 1990-х гг. в России, разы  
Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ, Росстата.

В целом указанная выше ситуация, по сути, опровергает сложившуюся устойчивую точку зрения о том, что рост денежной массы неизбежно ведет к существенному повышению цен, что отрицательно влияет на экономику.

### О МЕХАНИЗМАХ ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ

При этом важно еще раз задаться вопросом — как финансовые ресурсы, возникающие вследствие монетизации, довести до реальной экономики?

С 2017 г. в РФ сформировался профицит ликвидности, когда деньги не востребованы реальной экономикой и оста-

ются в финансовой сфере. В ближайшие годы, по оценкам регулятора, профицит сохранится и к концу 2021 г. его объемы прогнозируются на уровне 3,8 трлн руб. (по базовому сценарию) [1].

Одна из причин — высокие процентные ставки, которые выше, чем рентабельность большинства отраслей экономики. В таких условиях банкам гораздо привлекательнее хранить деньги на депозитах в ЦБ под высокие ставки, чем кредитовать реальную экономику, повышая уровень кредитных рисков своих портфелей.

С похожей ситуацией локального (отраслевого) профицита ликвидности российская экономика сталкивалась и в прошлом, когда во второй половине 80-х годов бурно рос рынок ГКО (государственных краткосрочных облигаций), на котором находились большие объемы финансовых ресурсов. К середине 1998 г., в частности, объем рынка ГКО составил свыше 300 млрд руб. при всей денежной массе М2, равной около 370 млрд руб. за тот же период. При этом в экономике, как уже было сказано, резко упала монетизация (до менее 15% ВВП) и повсеместно наблюдались бартер, суррогаты и использование квазиденег. И точно так же, как и сейчас, отсутствовали механизмы эффективной трансмиссии денежных средств в экономику, что еще больше усугубляло отмечавшиеся тогда экономические перекосы.

В целом укажем, что профицит ликвидности свидетельствует об отсутствии эффективных механизмов денежной трансмиссии. Сейчас российский регулятор лишь пытается направить средства банков на их счета в ЦБ.

Та проблема, которая отмечается в настоящее время, когда финансовые средства неохотно идут в экономику, сейчас наблюдается во многих странах. И там предпринимают-

ся активные шаги по направлению ресурсов в экономику. В частности, в ЕЦБ для обеспечения перетока финансовых ресурсов в приоритетные сферы даже летом 2016 г. ввел отрицательные ставки.

Устойчивое использование механизма дифференцированных ставок, стимулирующих переток финансовых ресурсов в приоритетные сферы, является единственным механизмом. Более того, такие подходы должны иметь не одноразовое или локальное воздействие (отдельные «успешные примеры» можно найти всегда), а носить устойчивый системный характер.

Денежная программа ЦБ РФ в 2019–2021 гг. (как и в тучные нефтяные годы) вновь предполагает прирост денежной базы за счет прироста международных резервов [1]. Однако такой подход при формировании финансовых ресурсов не только сохранит, но и даже усилит зависимость нашей страны от конъюнктуры мирового рынка и соответствующих рисков со всеми вытекающими негативными последствиями и затруднит возможность финансирования экономического роста на внутренней основе.

При этом, даже по мнению МВФ, растущая интеграция стран в глобальную экономику делает их более подверженными внешним шокам [3].

В условиях сохраняющейся внешней турбулентности монетизация важна как фактор повышения стабильности, так как увеличивает глубину внутреннего рынка, способствуя росту устойчивости финансовой сферы. Обеспечивая при этом формирование внутренних основ роста, политика монетизации, очевидно, формирует надежные механизмы национального развития. В условиях нестабильности мировой конъюнктуры и санкций это тем более необходимо.

**Библиографический список**

1. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов. Ноябрь 2018.
2. Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. — М.: Экономика, 2005. — 280 с.
3. IMF. Global Financial Stability Report. April 2017.

**Bibliographical list**

1. Bank of Russia. Monetary policy guidelines for 2019–2021. November 2018.
2. Ershov M. Economic Sovereignty of Russia in the Global Economy. — M.: Economica, 2005. — P. 280.
3. IMF. Global Financial Stability Report. April 2017.