

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИИ:  
ПЕРЕСМОТР БАЗИСНЫХ ПОЛОЖЕНИЙ  
MONETARY POLICY IN RUSSIA: REVIEW OF BASIC**

**Аннотация** Рассматриваются теоретические и практические проблемы реализации денежно-кредитной политики в России, с применением результатов эмпирического и корреляционно-регрессионного анализа, обосновывается отсутствие связи между темпом изменения денежной массы ( $M_2$ ) и инфляцией, но наличие существенной связи между приростом денежной массы и темпом роста ВВП. Повышение процента является неэффективной мерой борьбы с инфляцией, а высокий процент является отражением и одновременно закрепляет неэффективную структуру российской экономики, способствует развитию спекулятивно-транзакционных секторов. Количественная теория денег является не просто устаревшим, а весьма неточным инструментом для выстраивания денежно-кредитной политики в силу усечённого математического представления связи параметров. Чтобы денежно-кредитная политика была эффективной, необходимо ввести новое «монетарное правило», обеспечивающее связи инструментов этой политики с решением задачи изменения структуры российской экономики на базе теории процентного портфеля и принципа «плохого баланса» для банковской системы.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, денежная масса, процент, структура экономики, процентный портфель, «принцип плохого баланса»

**Abstract** The theoretical and practical problems of implementation of monetary policy in Russia, with the use of empirical results and regression analysis, justified the lack of communication between the rate of change in the money supply ( $M_2$ ) and inflation, but there is a substantial connection between the increase in the money supply and the growth rate of GDP. Increasing interest is inefficient measure to combat inflation, and a high percentage reflects and reinforces both ineffective structure of the Russian economy, promotes speculative transaction sectors. Quantity theory of money is not only outdated, but very imprecise tool for alignment of monetary policy due to the truncated mathematical representation of communication parameters. That monetary policy has been effective, it is necessary to introduce a new "monetary rule" provides communication tools of this policy with the solution of changing the structure of the Russian economy on the basis of the percentage of the portfolio theory and the principle of "bad balance" for the banking system

**Keywords:** monetary policy, money supply, interest, economic structure, «portfolio interest rate», principle «bad balance»

Проведенный эмпирический и факторный анализ экономического роста в России в период с 2000 по 2013 гг. позволяет обозначить ряд центральных выводов по поводу закономерностей экономической динамики и мер экономической политики, особенно в части проведения денежно-кредитной политики, подчинённой в основном задаче противодействия инфляции.

Во-первых, темп роста ВВП России и темп инфляции никак не связаны – устойчивой связи не обнаруживается –  $R^2 = 0,407$ . Периоды, когда темп ВВП замедлялся, инфляция ускорялась (2011-2014 гг.), сменяются периодами, когда темп увеличивался, инфляция снижалась, либо снижался и темп ВВП и темп инфляции (как в 2000-2005 гг. и в 2009, см рисунок 1.). Зависимость ВВП России от инвестиций в основной капитал более существенна, нежели от сбережений, но несколько меньше, нежели от величины совокупных расходов на конечное потребление

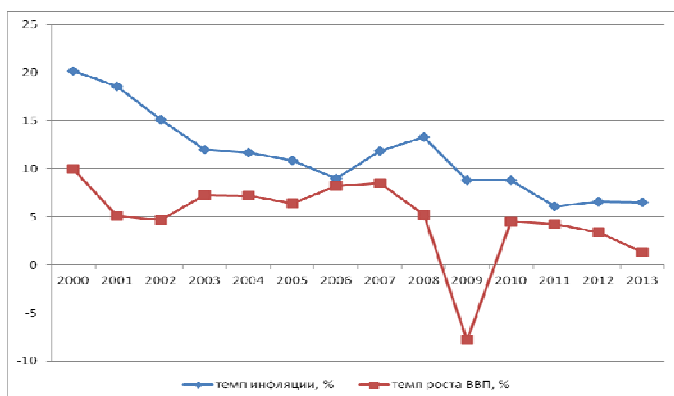


Рисунок 1 – Темп роста ВВП и темп инфляции в России 2000-2013 гг.<sup>1</sup>

При снижении темп инвестиций до 2%, темп ВВП РФ снизится ниже 1%, что и наблюдалось в 2014 году. Если прирост инвестиций станет отрицательным, то темп ВВП приблизится к нулю, а при -3,0% и выше прироста инвестиций, будет отрицательным и темп роста ВВП (-1% и выше).

Во-вторых, высоко изношенный основной капитал требует замены, причём капитал лишь в незначительной степени может быть компенсирован трудом. При этом замещение капитала трудом и обратно не имеет устойчивой закономерности ( $R^2 = 0,291$ ). Заменить 1 ед. труда можно только 5 ед. капитала, что говорит о низкой механизации и технологичности обрабатывающих производств, низкой технологичности капитала и высоком дефиците высоко квалифицированного труда (в обрабатывающих производствах). Многофакторный анализ даёт такие данные (при соблюдении статистической значимости) влияние различных параметров на рост ВВП России за указанный период: темп прироста денежной массы –  $R^2 = 0,623$ ; инфляция –  $R^2 = 0,467$ ; темп прироста среднегодовых цен на нефть Urals-  $R^2 = 0,85$ ; темп прироста затрат государства на науку –  $R^2 = 0,567$ ; темп прироста затрат на технологические инновации организаций –  $R^2 = 0,127$ . Таким образом, динамика цен на нефть и монетизация российской в 2000-2013 гг. явились основными (определяющими) факторами роста ВВП. Этот рост обеспечивался сырьевым сектором и услугами. Однако, нужно отметить, что с 1 января 2000 года по 1 января 2014 года рост денежной массы  $M_2$  к ВВП, с 15 до 47% никак не был связан с инфляцией в России (см. рисунок 2).

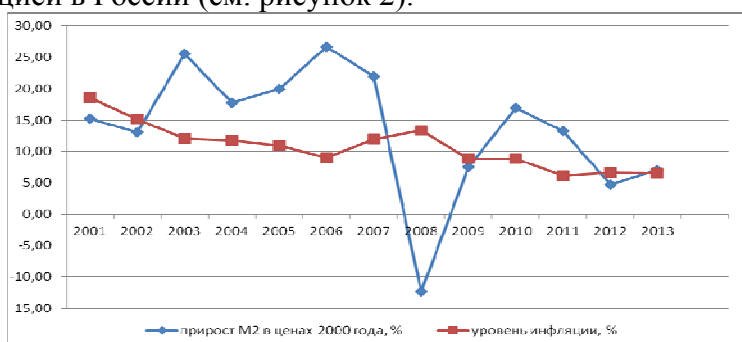


Рисунок 2 – Динамика прироста  $M_2$  и темп инфляции в России 2000-2013 гг.

Более того, значительное влияние монетизации ВВП в период с 2000 по 2013 гг., при дальнейшей монетизации в рамках сложившейся структуры российской экономики, существенно ослабляет это влияние по мере увеличения денежной массы  $M_2$ /ВВП до 70-80%. Чётко выделяются периоды, когда денежное предложение увеличивается, а инфляция снижается (2004-2006, 2009-2010.), прирост  $M_2$  снижается и инфляция увеличивается (2006-2008 гг.), прирост денежной массы снижается, инфляция увеличивается 2010-2014 гг. (рисунок 2). Закономерности воздействия изменения прироста денежной массы через лаги не

<sup>1</sup> Здесь и далее используются официальные данные Росстата РФ [5], а также [www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/MS.asp?Year=2014](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp?Year=2014) [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/vvp/tab1.xls](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/tab1.xls)

просматривается. Нужно отметить, что увеличение монетизации российской экономики в 2000-2013 гг. не привело ни к изменению её структуры, ни изменению качества (основных) факторов роста. В связи с этим, снижение процентной ставки, как и дополнительная монетизация экономики при такой структуре – ничего не решит. Необходимо использовать «процентный портфель» и принцип «плохого баланса»<sup>2</sup>, чтобы канализировать деньги в реальный сектор экономики, при воспрепятствовании избыточного попадания их в спекулятивные секторы. Поэтому снижение ставки процента должно быть представлено в виде набора ставок для различных секторов экономики (видов деятельности) с привязкой к средней рентабельности по секторам (по крайней мере, на каком-то начальном интервале времени). Снижение процента, которое крайне необходимо для российской экономики в сложившейся структуре, приведёт к тому, что деньги будут перетекать с спекулятивные и добывающие секторы.

В-третьих, процентная ставка ЦБ РФ была в 8-10 раз выше (2004 год) и 30-40 раз выше (2011-2013 гг.) ставки ФРС США и ЕЦБ (рисунок 3).

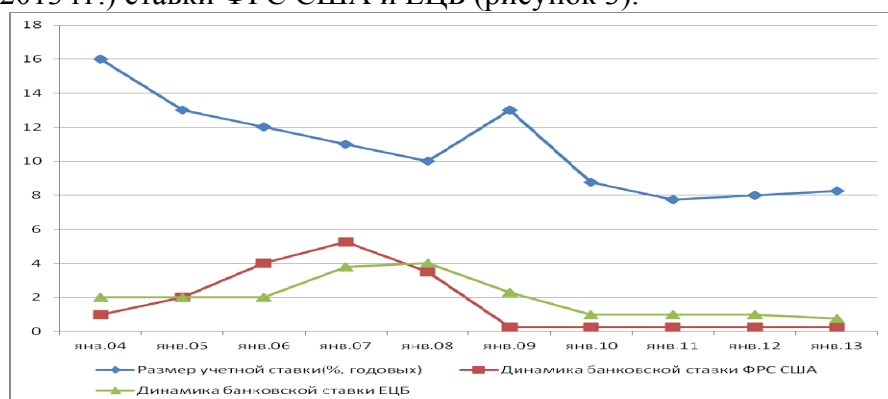


Рисунок 3 – Динамика процентной ставки ЦБ РФ, ФРС США, ЕЦБ.

Интересно отметить, что периоды снижения процентной ставки в России сопровождаются повышением процентной ставки в Западных странах, и, наоборот, при этом соотношение ставок отличается в разы. Возникают два важных свойства:

1) формируется валютно-процентный рычаг перекачки ресурсов из России на Запад (большая привлекательность объектов вложения на Западе и увод «полузаконно» нажитых капиталов, так что высокая ставка процента внутри страны не останавливает капитал – и величина оттока очень значительная), но кредиты берутся на Западе, поскольку процент там низкий и вовлекаются в спекулятивную игру под высокий процент в России, тем самым увеличивается внешний частный долг (с 432 млрд. долл. в 2010 году до примерно 740 млрд. долл. в 2014);

2) высокий процент не привлекает капитал в России, особенно в обрабатывающие производства из-за высокого риска, низкой привлекательности и высокой мотивации сыграть на большой разнице процентных ставок за короткий срок. Таким образом, формируется зависимость российской экономики от внешнего капитала, при блокировании создания и наращивания отечественного капитала и даже при прямой потере национального капитала. Тем самым консервируется неэффективная структура российской экономики. Относительно высокий процент не привлекает капитал извне, но и не оставляет капитал внутри страны, то есть, не предотвращает отток капитала. Это интересный феномен, когда капитал оказывается не чувствительный к процентной ставке. Нет доказательств и того, что повышение процента противодействует инфляции, а не разогревает её, поскольку повышение процента – это повышение одной из цен – цены за кредит, с вытекающим ростом издержек по всем транзакционным и производственным цепочкам.

Основу этой неэффективной структуры составляет соотношение между снижающейся средней рентабельностью по обрабатывающим секторам за 10 лет и ставкой процента (рисунок 4). Возникают две группы секторов в российской экономике: первая – с высокой

<sup>2</sup> См. работы проф. О.С. Сухарева с 2007 года, а также Сухарев О.С. Экономическая динамика: институциональные и структурные факторы – М.: Финансы и статистика, 2015

рентабельностью, обладающая собственными средствами для развития плюс имеющая доступ к кредитным ресурсам ( в силу приемлемого соотношения между процентом за кредит и рентабельностью, а также имеющая возможность демпфировать риски); вторая группа секторов – с низкой рентабельностью, имеющая скудные собственные ресурсы развития и не имеющая доступа к кредитным ресурсам в силу соотношения процента за кредит и рентабельности (при высоком риске и отсутствие методов демпфирования рисков). Таким образом, первая группа секторов (услуги – финансовые банковские в том числе, сырьевые сектора) получает избыточный объём финансовых ресурсов при высокой ставке процента, вовлечена в спекулятивную игру (сам производимый продукт обладает спекулятивной составляющей), укрепляет свои позиции в экономике, вторая группа (обрабатывающие секторы) стагнирует и свёртывает многие виды деятельности, не располагая даже минимальным объёмом финансового ресурсов для необходимого развития.

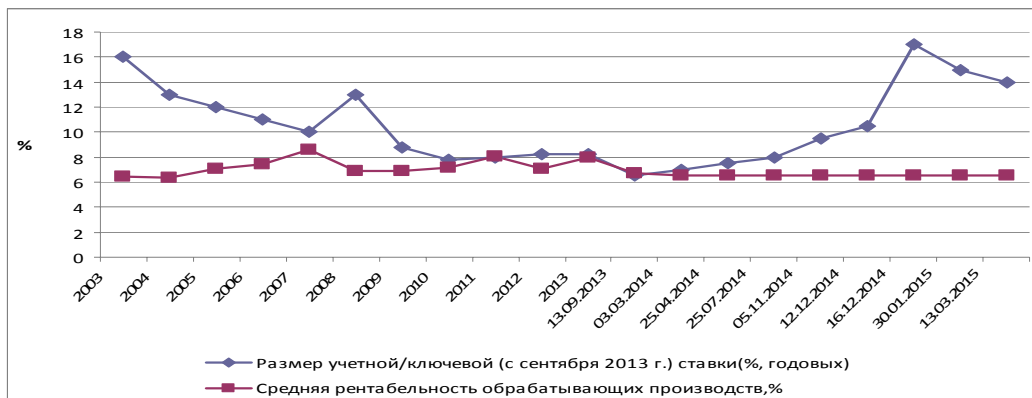


Рисунок 4 – Рентабельность обрабатывающего сектора и учётная ставка процента

Нужно отметить, что наблюдается также увеличение темпа инфляции в России, в 2012 году средний показатель – 5,1%, в 2013 году – 6,8%, в 2014 году – 7,1%, хотя по последним данным возрос до 8,5%. Поэтому налицо не просто рецессия, а вырисовывающееся всё чётче стагфляция, когда рост инфляции сопровождается понижательной динамикой ВВП. Причиной ускорения инфляции является не только девальвация, но и затратные механизмы в экономике, возможно и «санкционное» влияние на экономику и др. Таким образом, при замедлении темпа и свертывании отдельных производств и росте безработицы (пока незначительно, в виде десятых долей, без оценки скрытой безработицы), при росте и инфляции, имеется типичная стагфляция. При сохранении «антиинфляционной» политики Центробанка, являющейся в действительности проинфляционной, сведение инфляции к 4-4,5%, невозможно, да с учётом сложившейся структуры экономики и не нужно.. ЦБ повышает цену за кредит. При этом, неявно полагается, что увеличив одну из цен, тем самым, снизят темп инфляции. Надежда на такой исход связана с тем, что повышенная цена за кредит ограничивает кредит, тем самым, ЦБ подчеркивает, что через процентную ставку он подавляет инфляцию, ограничивая доступ к деньгам в экономике, делая эти деньги дорогими, то есть, действуя в рамках «монетаристской парадигмы». Этот подход ЦБ уменьшает объём денег в экономике и реальном секторе. Однако, причина российской инфляции - не избыточное количество денег, то есть причина не имеет монетарного характера, чтобы ограничивать именно деньги, повышая процент. Ориентируясь на формулу, что реальный процент равен разнице номинального процента и инфляции, при увеличении инфляции, ЦБ поднимает номинальную процентную ставку, тем самым поддерживая реальный процент положительным. Однако, реальный процент – это показатель доходности спекулятивно-транзакционных секторов. Тем самым, действия ЦБ и суть его денежно-кредитной политики сводятся к индексации дохода агентов этих секторов в период ускорения инфляции, но вот доходы агентов обрабатывающих секторов, при этом, никто не индексирует. Таким образом, российский вариант денежно-кредитной политики способствует намеренной дискриминации агентов по доходу, когда ущерб для одних агентов оборачивается компенсацией для других. Результатом является фиксация неэффективной экономической

структуры с доминантным влиянием спекулятивно транзакционных секторов, которые при относительно высокой доходности, относительно низко рискованны (по отношению к «реальному сектору»).

Что делали западные страны в период кризиса 2007-2009 гг. Они снижали процентную ставку почти до нуля, при этом, имея инфляцию 3,4% - 5%. Реальная ставка процента по существу была отрицательной. В силу этого, правительства поддерживали банковскую систему, не повышая ставку процента. Но если ее увеличивали, то несущественно. Конечно, когда ставка была 0,2- 0,3% ее увеличили до 1%, казалось бы, в пять раз. Однако, сама ставка низка, а рентабельность обрабатывающих секторов составляет 8-10%, иногда до 15%. Российская банковская система, имеет в активах 55-60 триллионов рублей, но инвестирует всего лишь 1 триллион. В связи с чем, совершенно проблематично осуществлять поддержку банковской системы. Поэтому по существу не применяются инструменты, которые имели бы антирецессионную направленность.

Недостаток инвестиционных расходов выступает одним из определяющих факторов замедления экономического роста в России. Норма накопления довольно низка. Инвестиции составляют всего 19% ВВП. У развитых стран норма накопления доходит до 30% иногда до 32-35%. Инвестиции в новые фонды, технологии, и формируют эту норму. Как с высочайшим износом российских фондов нарастить новые фонды, как поднять норму накопления? Если всё закупить по импорту, то возникнет привязка на уровне комплектующих от иностранных поставщиков. Создание новых фондов на старом основном капитале ограничивает возможности быстрого развития, тем более, когда существуют технологические разрывы, затрудняющие развёртывание серийных производств. Выходом могут стать государственные инвестиции, осуществляемые по разным направлениям и, в частности, в государственном секторе.

Часто критикуемое, нужно сказать справедливо, уравнение И.Фишера, тем не менее, продолжает быть ориентиром при анализе денежно-кредитной политики. Однако, это уравнение с помощью простых преобразований можно записать для темпа экономического роста, зависящего от денежных параметров экономической системы. Таким образом, получим:

$PY = M V$ , где  $P$  – уровень цен,  $Y$  – величина создаваемого продукта,  $M$  – денежная масса,  $V$  – скорость обращения денег в экономике, которая в действительности не является постоянной.

Тогда  $Y = V [M / P]$ , и  $(1/Y) dY/dt = g_y$  - темп экономического роста. Взяв производную, получим выражение:

$$g_y = \frac{1}{M} \frac{dM}{dt} + \frac{1}{V} \frac{dV}{dt} - \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$$

Иными словами, увеличение инфляции будет тормозить темп экономического роста, при прочих равных, а увеличение денежной массы и скорости обращения – повышать темп роста. Конечно, основная проблема этой формулы – это связь изменения цен (инфляции) с денежной массой ( $M$ ), скоростью обращения ( $V$ ) и величиной создаваемого дохода/продукта –  $Y$ .

Экономический рост может разогреваться ростом цен, что явно не входит в логику данной формулы. Дело не в том, что данное уравнение является тавтологией или тождеством, а в том, что оно фиксирует связь параметров, которая в реалиях изменяется и требует иных уравнений и иных установок денежно-кредитной политики.

Нужно вспомнить мнение Густава Касселя о том, что дефицитное финансирование предприятий в условиях инфляции приводит к ухудшению общего экономического положения страны. Причиной инфляции он считал две независимые величины – рост денежной массы и падение производства<sup>3</sup>. Таким образом, если следовать Г.Касселю, поменяв знак первой величины, то есть говорить о сокращении денежной массы и наблюдающейся инфляции, как это было в 1990-ых гг. в России, то очевидно обнаруживается такая связь: сокращение объёма денежной массы приводит к дефициту финансов предприятий, не позволяя им развиваться, затем сокращается производство, что является второй величиной, определяющей инфляцию. Динамика процента в сторону повышения, также может действовать на инфляцию, как

<sup>3</sup> Кассель Г. Инфляция и валютный курс. – М: Эльф-Пресс, 1995. – 104 с.

сокращение денежной массы. Монетаристская модель М.Фридмана и его последователей (представляющая только теорию спроса на деньги, отражающие реальное богатство, но не теорию предложения денег) явно является заложницей математики «роста», которая не отражает обратных связей и взаимовлияний, а также институциональных условий и их изменения. На сколько увеличивать денежную массу  $M_2$  по квартально, скажем в течение хотя бы ближайших 2 лет, исходя из какого критерия? Монетарное правило рассчитано примерно из логики роста ВВП, а если рост замедляется и оборачивается спадом, правила сокращения денежной массы просто нет в экономической науке. Следовательно, вопрос монетизации в конкретных условиях для конкретной экономической системы (с учётом её структуры) остаётся открытым на повестке дня. Сравнения с иными экономическими системами не являются основанием для каких-то релевантных выводов, так как факторы инфляции, экономическая структура и сочетание мер политики – разное. Вот что писал Т. Веблен в 1904 году в работе «Теория делового предприятия»: «Спекулятивная деятельность и «кредитная инфляция» ею подогреваемая, обеспечивают рост цен, что поддерживает и высокий спрос на кредит, увеличивая и его стоимость, то есть процентную ставку. Возникает своеобразная пирамида, когда больший спрос требует большего кредита, а более высокая процентная ставка обеспечивает предложение кредита. Предприниматели ориентируются на ожидаемую прибыль – всё происходит по этой цепочке до тех пор, пока не возникает ожидание не возврата кредитов». Поэтому запущенный механизм «финансового монетаризма» с доклада Хната 1972 г. и закона о дерегулировании депозитных институтов 1980 г., обеспечил отмену потолков процентных ставок, расширение возможностей ссудо-сберегательных учреждений, привязку ставок ссудного процента к учётной ставке, упрощение условий кредитования, введение преференций для работы банков – членов и не членов Федеральной резервной системы. Это отдалило финансовую систему от реального сектора экономики. Однако, ещё в 1957 году Комитет по изучению работы денежной системы в Парламенте Великобритании в ходе проведенного анализа подтвердил, что, во-первых, задача денежно-кредитной политики влиять не на денежную массу (это примитивно), а на структуру процентных ставок; во-вторых, бюджетная политика и прямое регулирование оказывают влияние на насыщение экономики деньгами и капитализацию. Тем самым, финансовая система обязана обслуживать потребности промышленности, а денежно-кредитная политика должна противодействовать нестабильности производства и сокращению занятости, преодолевая так называемый разрыв Г.Макмиллана. Этот тезис и должен составить новое монетарное правило для российской экономики, с отказом от применяемой в настоящее время формуле таргетирования инфляции, которая не считается с оценкой подлинной факторной основы самой инфляции.

Таким образом, ремонетизация экономики России должна быть подчинена новому «монетарному правилу», которое бы опиралось на реальные возможности организации каналов кредитования и распределения денежной массы между секторами хозяйства и по видам деятельности. Важно определить общие параметры ремонетизации экономики и её скорость, среднегодовой прирост денежной массы и кредитной массы. Не менее важно оценить чувствительность инфляции к размеру денежной массы, проценту, и влияние последних на валовой внутренний продукт. Когда эти связи будут поняты денежными властями, «операционализация» мер денежно-кредитной и бюджетной политики станет осознанной.

## Литература

1. Веблен Т. Теория делового предприятия. – М.: Дело, 2007 – 288 с.
2. Кассель Г. Инфляция и валютный курс. – М: Эльф-Пресс, 1995. – 104 с.
3. Сухарев О.С. Структурные проблемы экономики России – М.: Финансы и статистика, 2010 (доступна [www.osukharev.com](http://www.osukharev.com))
4. Сухарев О.С. Экономический рост, институты и технологии – М.: Финансы и статистика, 2014
5. Сборник Федеральной службы государственной статистики по всем видам экономической деятельности за 2005-2013 годы – М.: 2010, 2011, 2012, 2013.