

**ПРИЧИНЫ МОНЕТАРНОГО ХАРАКТЕРА СОВРЕМЕННОГО
КРИЗИСА ЭКОНОМИКИ РОССИИ**

*В. Р. Загуменнов, В. Ю. Сутягин,
Я. Ю. Радюкова, Е. А. Колесниченко*

**REASONS OF MONETARY NATURE OF MODERN CRISIS
OF ECONOMY OF RUSSIA**

*V. R. Zagumyonnov, V. Yu. Sutyagin,
Ya. Yu. Radyukova, E. A. Kolesnichenko*

Аннотация. Актуальность и цели. Последние годы стали для российской экономики тяжелыми. Санкции со стороны стран ЕС и США, а также продуктовые контрсанкции стали катализатором спада в экономике. Целью написания данной статьи является исследование финансовых аспектов причин текущего кризиса. *Материалы и методы.* Информационную основу настоящего исследования составили статистические данные Банка России, Международного валютного фонда, порталов Investing.com, IEconomics, Московской биржи и брокерского агентства «Финам». Кроме того, при подготовке статьи использовались аналитические данные ОПЕК и Федерального резерва США. Основу методологии составил анализ динамики числовых рядов и парный корреляционный анализ. *Результаты.* Авторами в статье обосновано, что причины сегодняшнего кризиса экономики России носят монетарный характер. Проведенный анализ показал, что хронической проблемой российской экономики является ее низкая монетизация. Обосновано, что тот факт, что текущий уровень монетизации российской экономики как минимум в два раза ниже аналогичных показателей развитых стран, является усугубляющим в условиях действия санкций на российскую экономику, поскольку низкая монетизация является главным ограничителем экономического роста. Авторами определена необходимость изменения курса денежной политики, поскольку в сложившихся условиях реализуемая антиинфляционная политика Банка России существенно ограничена, так как создает условия для формирования инфляции издержек. *Выводы.* Проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что существенным внутренним резервом экономического роста является денежная эмиссия. Ее эффективность зависит от разработки следующих направлений: механизма связывания денежной и товарной массы и выравнивания доходностей финансового и реального рынка до конкурентных уровней.

Ключевые слова: экономический кризис, денежная масса, монетизация, денежная эмиссия.

Abstract. Background. Recent years have become difficult for the Russian economy. Sanctions from EU and USA countries, as well as food counter-satellites, have become a catalyst for a recession in the economy. The purpose of this article is to investigate the financial aspects of the causes of the current crisis. *Materials and methods.* The information basis of this study was compiled by the statistics of the Bank of Russia, the International Monetary Fund, the portals Investing.com, IEconomics, the Moscow stock exchange and the brokerage agency Finam. In addition, in preparing the article, analytical data from OPEC and the US Federal Reserve were used. The basis of the methodology was analysis

of the dynamics of numerical series and pair correlation analysis. *Results.* By authors in article it is proved that the reasons of today's crisis of economy of Russia have monetary character. The analysis which is carried out by authors showed that a chronic problem of the Russian economy is its low monetization. It is proved that the fact that the current level of monetization of the Russian economy at least, than is twice lower than similar indicators of developed countries, is aggravating in the conditions of action of sanctions on the Russian economy as low monetization is the main limiter of economic growth. Authors defined need of change of course of monetary management as at this conjuncture the realized anti-inflation policy of the Bank of Russia is significantly limited as creates conditions for cost-push inflation formation. *Conclusions.* The analysis allows us to conclude that a significant internal reserve of economic growth is the money issue. Its effectiveness depends on the solution of two tasks: the mechanism of linking monetary and commodity.

Key words: economic crisis, money supply, monetization, money issue.

Введение

Последние годы для российской экономики стали довольно сложными. Санкции со стороны США и стран ЕС и ответные контрсанкции (продуктовое эмбарго), падение мировых цен на нефть поставили российскую экономику в тяжелую ситуацию. При этом номинальные оценки (к примеру, ВВП) выглядят не такими уж плохими (табл. 1).

Таблица 1

Динамика ВВП, индекса потребительских цен, денежного агрегата М2
России за период с 1995 по 2016 г. [1, 2]

Годы	ВВП, млрд руб.	Индекс потребительских цен, %	Денежный агрегат М2, млрд руб.
1995	1523,7	131,3	175
1996	2141,6	21,8	255
1997	2498,7	11,0	333
1998	2804,9	84,4	373
1999	5144,7	36,5	552
2000	7792,6	20,2	875
2001	9539,8	18,6	1276
2002	11540,4	15,1	1720
2003	14088,7	12,0	2463
2004	18162,3	11,7	3543
2005	23050,3	10,9	4796
2006	28711,6	9,0	6834
2007	35463,9	11,9	10 332
2008	44028,4	13,3	13 268
2009	41394,2	8,8	12 490
2010	49395,6	8,8	16 569
2011	59698,1	6,1	20 517
2012	66976,1	6,6	24 124
2013	71055,4	6,5	27 759
2014	77893,1	11,4	30 111
2015	80412,5	12,9	31 824
2016	85088,6	7,9	35 473

Однако после проведения инфляционной корректировки картина предстает уже совсем иная (табл. 2).

Таблица 2

Динамика ВВП и денежного агрегата М2 России за период с 1995 по 2016 г. (реальные оценки, база 1995 г.)

Годы	ВВП, млрд руб. (в реальном исчислении, база 1995 г.)	Денежный агрегат М2, млрд руб. (в реальном исчислении, база 1995 г.)
1995	1523,7	175,0
1996	1758,3	209,4
1997	1848,1	246,3
1998	1125,1	149,6
1999	1511,8	162,2
2000	1905,1	213,9
2001	1966,5	263,0
2002	2066,8	308,0
2003	2252,8	393,8
2004	2600,0	507,2
2005	2975,4	619,1
2006	3400,2	809,3
2007	3753,2	1093,4
2008	4112,6	1239,3
2009	3553,5	1072,2
2010	3898,1	1307,6
2011	4440,3	1526,0
2012	4674,5	1683,7
2013	4657,8	1819,7
2014	4585,6	1772,6
2015	4192,6	1659,3
2016	4111,6	1714,1

Фактически речь идет о том, что начиная с 2013 г. российская экономика погружается в кризис, который хорошо иллюстрируется спадом реального ВВП.

Циклический или системный кризис?

Следует отметить, что причиной кризиса вряд ли стоит признавать противостояние с Западом, которое скорее является катализатором накопившихся системных проблем. Обратим внимание, что реальные оценки ВВП перестали расти уже с 2013 г., т.е. заведомо раньше начала внешнеполитической напряженности (рис. 1, 2).

Аналогичная ситуация и с реальной заработной платой. Оба представленных рисунка наглядно демонстрируют падение спроса, которое создает ключевую проблему для экономического роста. Почему ключевую? Дело в том, что падение внутреннего спроса лишает внутренних источников роста экономики.

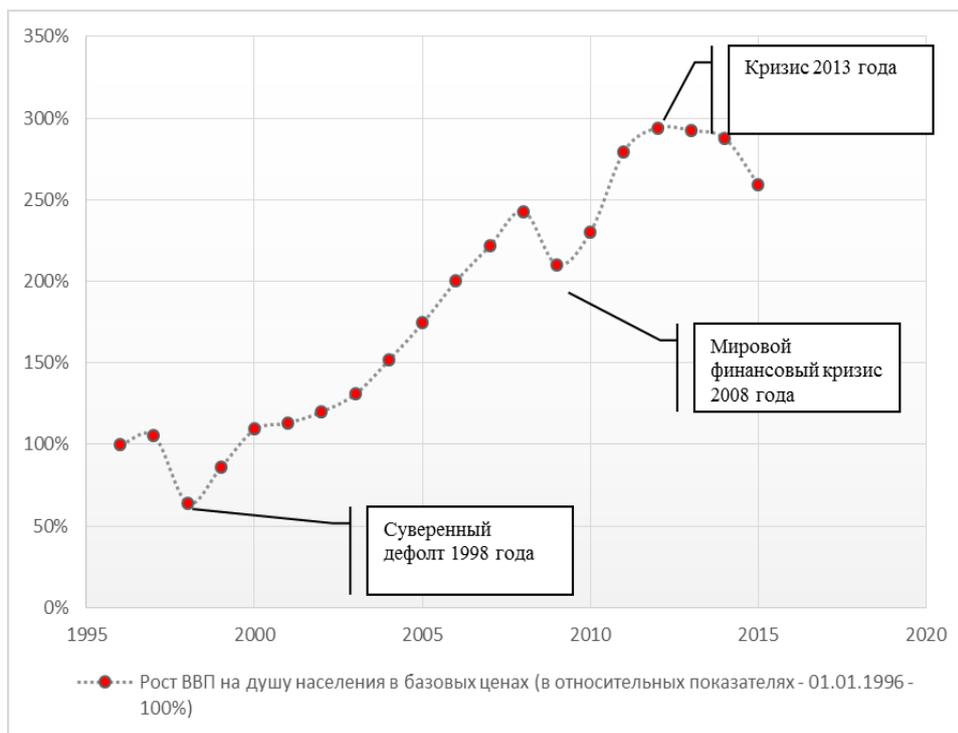


Рис. 1. Динамика роста ВВП на душу населения в относительных показателях (после инфляционной корректировки) [3]

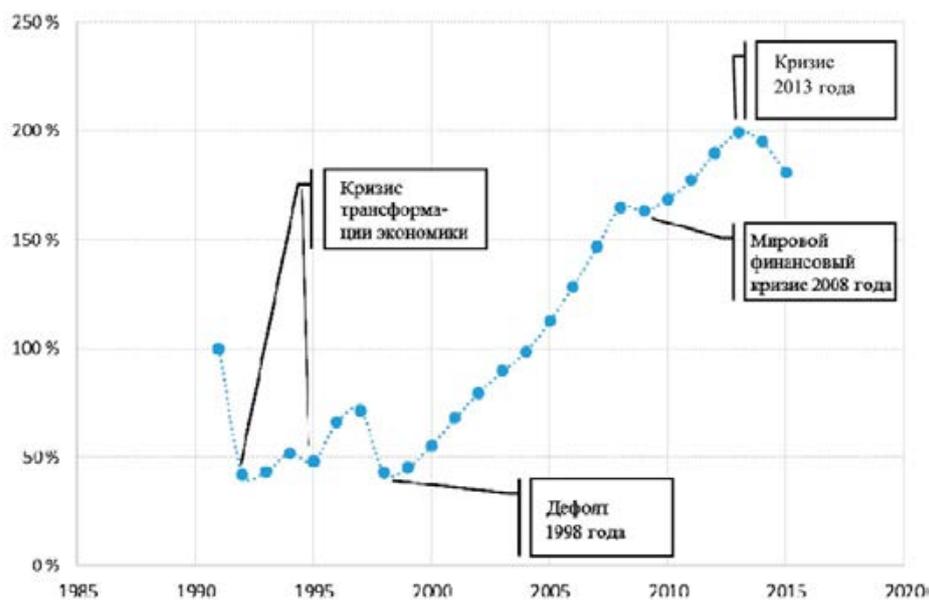


Рис. 2. Динамика роста среднемесячной заработной платы в относительных показателях (после инфляционной корректировки) [4]

Безусловно, для экспортно ориентированной экономики (к которой и является российская экономика – рис. 3) падение внутреннего спроса может быть компенсировано ростом профицита внешнеторгового баланса.

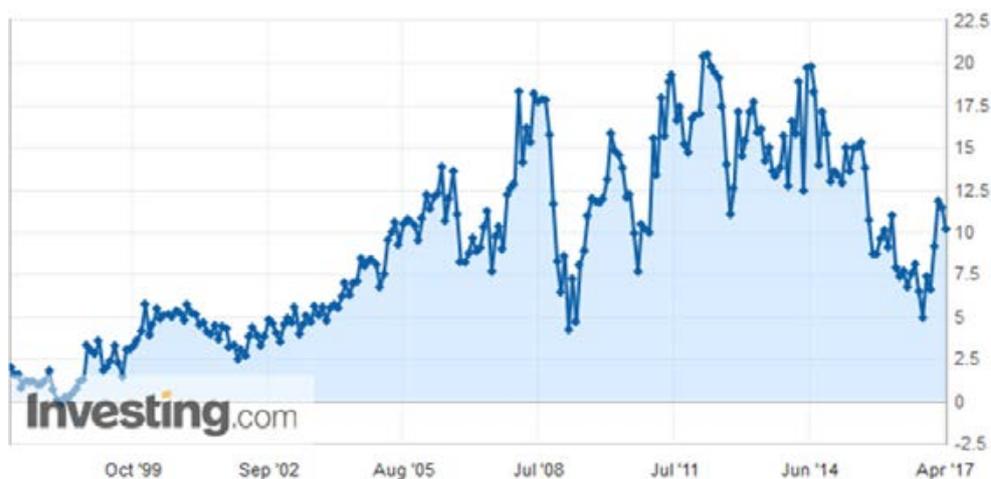


Рис. 3. Динамика профицита внешнеторгового баланса России (млрд долл. США) [5]

Однако основу российского экспорта составляют природные ресурсы (главным образом нефть, газ и металлы), цены на которые заметно упали за последние два года. При этом надеяться на восстановление цен (особенно на нефть и газ) не приходится. К примеру, если средняя цена корзины ОПЕК в 2016 г. составила 40 долл. США за баррель нефти, то к 2021 г. прогнозируется ее рост на 5 долл. США за баррель [6]. Причин тому много: сланцевая революция, отмена санкций против Ирана, неустойчивый рост мировой экономики и многое другое. С природным газом ситуация для России несколько лучше, однако здесь следует помнить, что в настоящее время цены на газ привязаны к нефтяным котировкам.

В этой связи очевидно, что в вопросе обеспечения устойчивого экономического роста следует ориентироваться в первую очередь на внутренние источники, что требует поиска подхода к стимулированию внутреннего спроса.

Примечательно, что стагнация российской экономики и ограничение доступа к международному рынку капитала заставляют экономический блок российского правительства более активно изыскивать внутренние резервы. К примеру, Банк России (в лице председателя ЦБ РФ Э. С. Набиуллиной) заявил о необходимости поиска новой модели развития российской экономики и формирования внутренних источников инвестиций [7]. Последнее особенно интересно в свете того, что с начала 1990-х гг. Минфин РФ и Банк России твердили о необходимости привлечения иностранных инвестиций.

Все это приводит к выводам, что текущий кризис российской экономики имеет системный характер, что концептуально связано с двумя факторами: падением внутреннего спроса и снижением цен на мировом рынке на традиционные экспортные товары. Безусловно, у системного кризиса, как правило, существует целый ряд причин (экономических, политических, социальных, демографических и т.д.). Однако в рамках настоящей статьи в дальнейшем мы остановимся лишь на финансовых аспектах проблемы.

О значимости монетизации экономики

Часто, говоря о проблемах российской экономики, вспоминают тяжелое наследие 1990-х гг., низкую производительность труда, отсутствие инвестиций в реальный сектор, демографический спад, низкую диверсификацию экономики, территориальную неравномерность развития и многое другое. Однако с финансовой точки зрения хронической проблемой российской экономики является ее низкая монетизация. Кстати, об этом почему-то упоминается не часто.

Напомним, коэффициент монетизации рассчитывается как отношение денежной массы (чаще всего денежного агрегата М2) к ВВП (табл. 3).

Таблица 3

Сравнительная оценка монетизации 10 крупнейших экономик мира по состоянию на конец 2015 г.

Страна	Денежный агрегат М2, трлн (нац. вал.)	ВВП, трлн (нац. вал.)	Коэффициент монетизации
1. Китай	139	68,392	203,2 %
2. США	12,3	17,947	68,5 %
3. Индия	25,1	136,318	18,4 %
4. Япония	921	499,096	184,5 %
5. Германия	2,6	3,026	85,9 %
6. Россия	35,8	80,413	44,5 %
7. Бразилия	2,27	5,904	38,4 %
8. Индонезия	4,55	11,541	39,4 %
9. Великобритания	1,58	1,864	84,8 %
10. Франция	1,79	2,182	82,0 %

Коэффициент монетизации российской экономики существенно уступает аналогичным показателям развитых стран. Вообще, лишь Индия находится ниже России по данному показателю.

Кратко напомним, что коэффициент монетизации экономики отражает насыщение экономики деньгами. Высокий уровень монетизации экономики отражает уровень развития финансовых институтов, а также доступности денег, что создает базу для будущих инвестиций и далее экономического роста. Напротив, низкая монетизация порождает дефицит денег, сокращает инвестиционные сроки и объемы инвестирования и, соответственно, является ограничением для экономического роста (табл. 4).

Обратим внимание, что в странах, которые существенно нарастили свой ВВП за период с 1995 по 2015 г., активно росла денежная масса. Особенно ярко эта ситуация иллюстрируется примерами стран БРИК и Индонезии. Исключением в этом списке является лишь Япония. Конечно, стоит сделать оговорку, что для развивающихся стран динамика показателей в значительной степени объясняется исходной низкой статистической базой. Более того, после исключения инфляционной составляющей реальные оценки ВВП и денежной массы в динамике будут другими. Это, в частности, означает, что частично рост денежной массы связан с необходимостью преодоления ее инфляционного обесценения. Однако это не отменяет того факта, что наибольший экономический рост наблюдался в тех странах, где наблюдались высокие темпы денежной эмиссии.

Таблица 4

Сравнительная динамика роста номинального ВВП и денежного агрегата
10 ведущих экономик мира за период с 1995 по 2015 г.

Страна	Показатель	Значение показателя, трлн (нац. вал.)					Средний темп при- роста
		1995	2000	2005	2010	2015	2015/ 1995
1. Китай	Денежный агрегат М2	5,84	13,50	29,90	73,40	139,00	17,2 %
	Номинальный ВВП	6,13	10,01	18,78	40,66	68,39	12,8 %
2. США	Денежный агрегат М2	3,63	4,90	6,65	8,78	12,30	6,3 %
	Номинальный ВВП	7,66	10,28	13,09	14,96	17,95	4,3 %
3. Индия	Денежный агрегат М2	2,03	3,73	7,43	15,50	25,10	13,4 %
	Номинальный ВВП	12,27	21,77	36,93	77,84	136,32	12,8 %
4. Япония	Денежный агрегат М2	549,00	640,00	709,00	782,00	921,00	2,6 %
	Номинальный ВВП	501,71	509,86	503,90	482,68	499,10	0,0 %
5. Германия	Денежный агрегат М2	1,01	1,21	1,47	1,93	2,60	4,8 %
	Номинальный ВВП	1,90	2,12	2,30	2,58	3,03	2,4 %
6. Россия	Денежный агрегат М2	0,22	1,15	6,03	20,00	35,80	29,0 %
	Номинальный ВВП	1,52	7,79	23,05	49,40	80,41	21,9 %
7. Бразилия	Денежный агрегат М2	0,18	0,28	0,58	1,36	2,27	13,5 %
	Номинальный ВВП	0,72	1,20	2,17	3,89	5,90	11,1 %
8. Индонезия	Денежный агрегат М2	0,22	0,75	1,20	2,47	4,55	16,4 %
	Номинальный ВВП	549,17	1511,56	3017,39	6864,13	11540,79	16,4 %
9. Великобритания	Денежный агрегат М2	0,44	0,59	0,92	1,23	1,58	6,6 %
	Номинальный ВВП	0,78	1,03	1,33	1,56	1,86	4,4 %
10. Франция	Денежный агрегат М2	0,59	0,73	1,02	1,46	1,79	5,7 %
	Номинальный ВВП	1,22	1,49	1,77	2,00	2,18	2,9 %

Указанная связь между денежной массой и ВВП хорошо иллюстрируется показателем парной корреляции (табл. 5)

Таблица 5

Сравнительная оценка коэффициентов парной корреляции M2 и ВВП

Страна	Показатель	Коэффициент парной корреляции
1. Китай	Денежный агрегат M2	0,999
	Номинальный ВВП	
2. США	Денежный агрегат M2	0,980
	Номинальный ВВП	
3. Индия	Денежный агрегат M2	0,998
	Номинальный ВВП	
4. Япония	Денежный агрегат M2	-0,413
	Номинальный ВВП	
5. Германия	Денежный агрегат M2	0,997
	Номинальный ВВП	
6. Россия	Денежный агрегат M2	0,995
	Номинальный ВВП	
7. Бразилия	Денежный агрегат M2	0,996
	Номинальный ВВП	
8. Индонезия	Денежный агрегат M2	0,997
	Номинальный ВВП	
9. Великобритания	Денежный агрегат M2	0,994
	Номинальный ВВП	
10. Франция	Денежный агрегат M2	0,974
	Номинальный ВВП	

Обратим внимание, что между размером ВВП и денежной массы существует практически функциональная зависимость (коэффициент парной корреляции практически равен 1). Исключением опять же является лишь Япония, ситуация с которой требует отдельного анализа и осмысления, поскольку вполне возможно, что именно в ходе этого анализа можно обнаружить предел денежного стимулирования экономики.

Для всех остальных экономик денежные вливания сопровождаются экономическим ростом. Безусловно, можно возразить, что коэффициент корреляции свидетельствует лишь о связи двух показателей, а не об обусловленности одного показателя другим. Однако также очевидно, что воздействовать на экономический рост напрямую вряд ли возможно, тогда как для управления денежной ликвидностью есть соответствующие институты (в первую очередь центральные банки) и необходимые инструменты.

О монетизации российской экономики

Обратим внимание на тот факт, что коэффициент монетизации начиная с 1995 г. всегда находился на низких уровнях (к сожалению, более ранние данные по денежным агрегатам в публичных источниках найти не удалось) (табл. 6).

Таблица 6

Динамика коэффициента монетизации российской экономики

Годы	Коэффициент монетизации (М2/ВВП)
1995	11,5 %
1996	11,9 %
1997	13,3 %
1998	13,3 %
1999	10,7 %
2000	11,2 %
2001	13,4 %
2002	14,9 %
2003	17,5 %
2004	19,5 %
2005	20,8 %
2006	23,8 %
2007	29,1 %
2008	30,1 %
2009	30,2 %
2010	33,5 %
2011	34,4 %
2012	36,0 %
2013	39,1 %
2014	38,7 %
2015	39,6 %
2016	41,7 %

Так, в середине и конце 1990-х гг. под «лозунгом» борьбы с инфляцией удалось достичь «поразительных» результатов: коэффициент монетизации находился на уровне 11–13 %, а в кризисный 1999 г. рухнул до уровня 10,7 % (рис. 4).

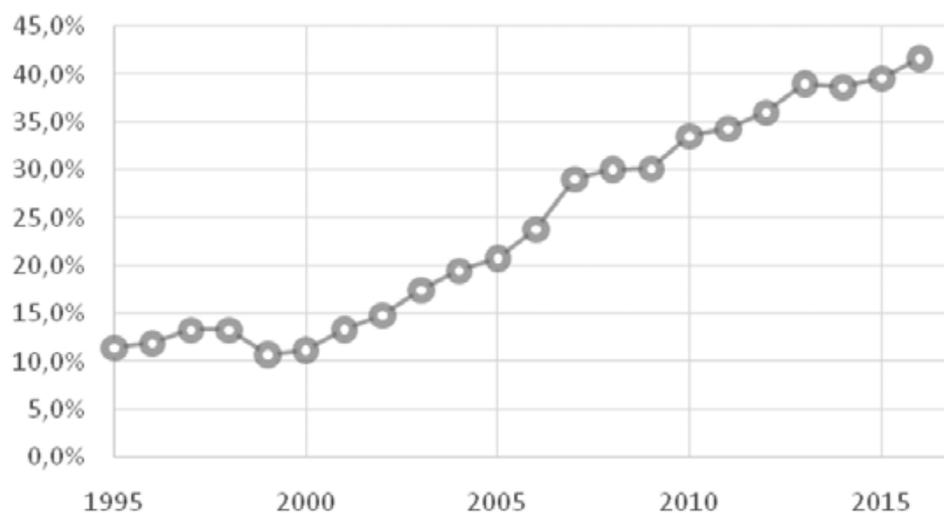


Рис. 4. Динамика роста коэффициента монетизации российской экономики

Объективности ради стоит сказать: показатель начиная с 1999 г. устойчиво рос. К примеру, за период с 2000 по 2008 г. показатель вырос в 2,68 раза, что сопровождалось стремительным ростом ВВП (в 5,65 раза по номинальной оценке и в 2,16 раза по реальной оценке). Однако за следующие 8 лет коэффициент монетизации вырос всего лишь в 1,38 раза, что сопровождалось ростом номинальных оценок ВВП в 2,06 раза и реальных оценок 1,16 раза.

Очевидно, что рост денежной массы оказывает стимулирующий эффект на рост ВВП, что хорошо соответствует логике уравнения И. Фишера:

$$MV = PQ,$$

где M – размер денежной массы; V – скорость обращения денег; P – цена товаров; Q – количество товаров.

По сути, это означает, что объем произведенной товарной массы должен быть равен размеру товарной массы, умноженной на скорость обращения денег. Последняя зависит от экономической активности в стране. Справедливости ради следует заметить, что вопрос первостепенности (скорости обращения денег и экономической активности) неоднозначен, поскольку уровень экономической активности в значительной степени определяется доступностью денег (т.е. денежной массой). В любом случае сдерживание денежной массы замедляет экономический рост, а в кризисной ситуации усугубляет падение экономики.

Собственно говоря, такой тезис не является для мировой истории и экономики чем-то новым. К примеру, М. Фридман еще в 1963 г., проанализировав монетарную историю США за период с 1867 по 1960 г. [8], пришел к выводу, что раунды повышения учетной ставки Федерального резерва США предшествуют экономическим кризисам. К примеру, повышение учетной ставки в 1920-х гг. и в 1931 г. привело к сжатию денежной массы на 38 % [9], что стало причиной Великой депрессии. Кстати, сей факт в 2002 г. был признан Федеральным резервом [10].

По сути, ту же ошибку совершает постоянно Банк России. Еще до начала каждого кризиса замедляется скорость денежного обращения, и банки начинают искусственно обеспечивать необходимые темпы прироста денежной массы. Однако самое интересное: в момент начала кризиса Банк России вместо того, чтобы смягчать денежно-кредитную политику, наоборот, ее ужесточает, тем самым усугубляя падение российского финансового сектора, а затем и экономики в целом (рис. 5).

Примечательно, что все четыре кризиса российской экономики начиная с 1991 г. совпадали со сжатием денежной массы. Заметим и тот факт, что чем резче сжатие денежной массы, тем острее развивается кризис. По сути, именно сжатие денежной массы с финансовой точки зрения является причиной и катализатором кризиса. Более того, хроническая недомонетизация держит экономику на «голодном пайке».

К примеру, в мировой финансовый кризис (2008 г.) за период с начала 2008 г. по середину 2009 г. ставка рефинансирования Банка России выросла с 10 до 12 % (максимум 13 %); а за этот же период учетная ставка Федерального резерва США упала с 3,5 до 0,25 %. По сути, такое поведение Банка России противоречит базовым постулатам монетарного подхода управления экономикой.



Рис. 5. Динамика реальной денежной массы (M2) с 1992 г. [11]

О жесткости или «жестокости» денежно-кредитной политики в России

Политику любого центрального банка в зависимости от уровня ставки рефинансирования и объемов предоставляемой ликвидности называют либо мягкой, либо жесткой.

Политика ЦБ РФ в 1990-х и 2000-х гг. характеризовалась попытками снижения инфляции; а с начала 2010-х гг. Банк России перешел в режим таргетирования инфляции. И если первое своей целью ставит просто снижение инфляции, то второе призвано обеспечить стабильность национальной валюты и тем самым достичь целевых ориентиров по инфляции. Впрочем, если не вдаваться в нюансы и используемые инструменты, и то, и другое ставит своей целью сдерживание инфляции.

Интересно, что сам Банк России отмечает: «Банк России реализует денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции и его основной целью является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, что означает достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции» [12]. Далее поясняется: «Поддержание устойчиво низкой инфляции создает более предсказуемые условия экономической деятельности как для домохозяйств, так и для производителей, облегчает им планирование и принятие решений относительно потребления и инвестирования, обеспечивает сохранность сбережений. Таким образом, ценовая стабильность вносит вклад в снижение экономической неопределенности и способствует формированию источников финансирования долгосрочных инвестиций, что создает условия для устойчивого и сбалансированного роста экономики» [12]. Кроме того, Банк России поясняет: «Банк России не устанавливает каких-либо целевых ориентиров по уровню обменного курса рубля и не препятствует формированию тенденций в его динамике, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических

факторов. Банк России перешел к режиму плавающего валютного курса, что обеспечивает возможность проведения более действенной процентной политики, направленной на поддержание ценовой стабильности, а также способствует адаптации экономики к изменениям внешних условий и увеличивает ее устойчивость к влиянию внешних факторов. Банк России не имеет количественных целей по другим экономическим показателям, в том числе темпам экономического роста, но при принятии решений опирается на комплексный анализ состояния экономики, рассматривая широкий круг индикаторов. Наряду с ценовой стабильностью Банк России также стремится обеспечивать стабильное функционирование и развитие банковского сектора, финансового рынка и платежной системы...» [12].

Примечательно, что даже в этом небольшом разъяснении есть противоречие между заявленными целями и используемыми инструментами. В частности, Банк России заявляет об устойчиво низкой инфляции как цели. При этом он переходит к плавающему валютному курсу, при том что, по официальным оценкам Московской биржи, доля нерезидентов (чьи финансовые возможности огромны по российским меркам, а источники капитала находятся за пределами юрисдикции Банка России) в сделках «рубль – доллар» в среднем составляла 58 %; «евро – рубль» – более 67 % [13]; а во внебиржевом обороте в отдельные дни доля нерезидентов по валютным операциям достигает почти до 80 % [14]. Классической в этом отношении является ситуация с торговлей парой «доллар – рубль» на Московской бирже 16 декабря 2014 г. До начала открытия торгов Банк России поднял ключевую процентную ставку с 10 до 17 % (т.е. на 70 %), что в логике монетарного регулирования должно привести к резкому удорожанию рубля. Однако нерезиденты развернули рынок, по сути поставив под сомнение роль Банка России как регулятора финансового рынка (и его возможности в обеспечении стабильности рубля) (рис. 6).

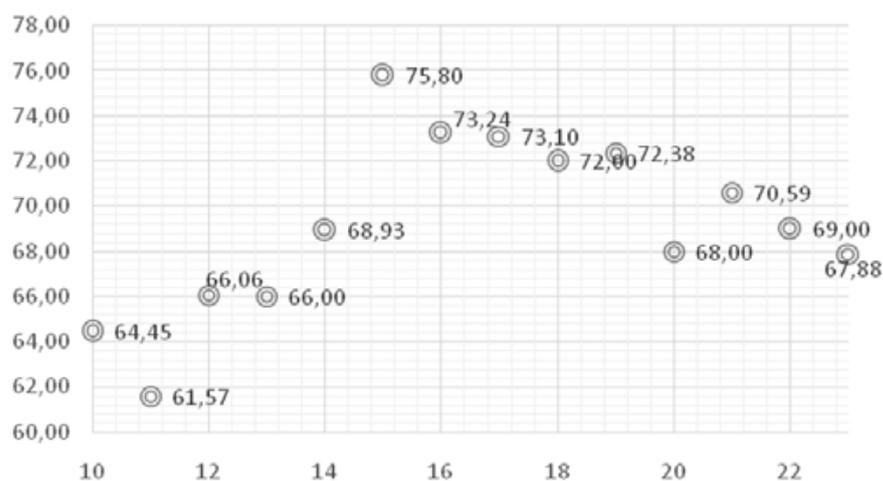


Рис. 6. Внутридневная динамика курса рубля к доллару США 16 декабря 2014 г. (по оси абсцисс – время; по оси ординат – биржевой курс пары «рубль – доллар США») [15]

Непонятным является и то, каким образом возможно обеспечивать финансовую стабильность, не имея «количественных целей» по экономическим показателям. Наконец, сложно представить, как можно обеспечить стабильное развитие банковского сектора, платежной системы и финансового рынка без стабильности национальной валюты.

Политика таргетирования Банком России достигается с помощью денежно-кредитных инструментов, главным из которых является ставка рефинансирования [12].

Однако, если рассмотреть применение этого инструмента в длительной перспективе, то вновь получается парадоксальная ситуация (табл. 7).

Таблица 7

Динамика ставки рефинансирования (ключевой процентной ставки) [16]

Годы	Ключевая процентная ставка / ставка рефинансирования на конец года	Индекс потребительских цен, %	Разница между ставкой рефинансирования и темпом потребительских цен, %
1995	160,0 %	131,3	28,7 %
1996	60,0 %	21,8	38,2 %
1997	21,0 %	11,0	10,0 %
1998	80,0 %	84,4	-4,4 %
1999	60,0 %	36,5	23,5 %
2000	28,0 %	20,2	7,8 %
2001	28,0 %	18,6	9,4 %
2002	23,0 %	15,1	7,9 %
2003	18,0 %	12,0	6,0 %
2004	14,0 %	11,7	2,3 %
2005	13,0 %	10,9	2,1 %
2006	11,5 %	9,0	2,5 %
2007	10,5 %	11,9	-1,4 %
2008	12,0 %	13,3	-1,3 %
2009	9,0 %	8,8	0,2 %
2010	8,0 %	8,8	-0,8 %
2011	8,25 %	6,1	2,2 %
2012	8,25 %	6,6	1,7 %
2013	8,25 %	6,5	1,8 %
2014	10,50 %	11,4	-0,9 %
2015	11,50 %	12,9	-1,4 %
2016	10,00 %	7,9	2,1 %

Очевидно, что даже в лучшие годы политику Банка России нельзя признать мягкой. Примечательно, что ставка рефинансирования в большинстве периодов превышала уровень инфляции. И если в 1990-х гг. ее можно было считать обоснованной на фоне гиперинфляции, то начиная с 2000-х гг. манипуляции со ставкой рефинансирования стали иметь очевидный сдерживающий эффект как для экономического роста, так и для самой инфляции.

Что касается экономического роста, то жесткая денежно-кредитная политика не способствует формированию внутренних источников инвестиций и препятствует «длинным» инвестициям.

В плане противодействия инфляции все несколько сложнее.

Во-первых, ставка рефинансирования определяет уровень процентных ставок в экономике. При этом, если помнить о кредитной природе денег, чем выше ставка рефинансирования, тем дороже обходится привлечение денежных ресурсов. Дороговизна денежных ресурсов приводит к дополнительным издержкам производителей, что порождает инфляцию издержек.

Во-вторых, темпы инфляции в значительной степени зависят от инфляционных ожиданий. При этом размер ставки рефинансирования представляет собой ориентир по инфляционным ожиданиям.

В-третьих, следует помнить, что чрезмерное «пережатие» денежной массы (следствие чрезмерно жесткой денежно-кредитной политики) приводит к хроническому денежному дефициту как у домохозяйств, так и у производителей. Последнее, в свою очередь, наводняет экономику денежными суррогатами, т.е. инструментами, используемыми в качестве средства платежа, но не являющимися деньгами в полном смысле. К ним относятся бартерные схемы оплаты, использование векселей и частных расписок, продовольственных талонов, криптовалют, казначейских обязательств, местных денег (например, «уральские франки» в 1992 г.; «шаймуратики» в 2010–2011 гг.). Денежные суррогаты хоть и используются в качестве средства платежа, но не обладают всеми функциями денег и являются вынужденной мерой. При этом их использование обходится дороже, что вносит дополнительный вклад в формирование инфляции издержек. Фактически следствием излишне жесткой денежно-кредитной политики является рост инфляции.

Наконец, следует помнить, что ежегодно заметный вклад в формирование инфляции вносят немонетарные факторы (например, рост тарифов естественных монополий), которые в принципе находятся за пределами контроля российского финансового регулятора.

Примечательной является позиция Минэкономразвития РФ, которое отмечает: «Существует мнение, что низкая монетизация ведет к торможению экономического роста, к чрезмерной зависимости от коротких инвестиций нерезидентов, к слабости ресурсного потенциала финансового сектора, завышенной цене денег в экономике, а с нарастанием финансовой глубины экономики формируются все более крупные, ликвидные, массовые финансовые рынки, являющиеся механизмом перераспределения денежных ресурсов на цели развития. То есть чем выше финансовая глубина экономики, тем выше уровень ее развития и оцененности и, соответственно, выше темпы экономического роста (более объемным и диверсифицированным является денежный спрос, более крупные потоки перераспределяются с тем, чтобы финансировать экономическое развитие, не допускается искусственного дефицита денег, ограничивающего инвестиции)» [17]. Далее Минэкономразвития указывает, что «в реальности рост коэффициента монетизации» приводит к тому, что денежные средства в финансовом секторе оседают быстрее, чем растет ВВП, то есть все большая и большая часть средств не инвестируется в

реальную экономику, оставаясь на финансовом рынке. Иными словами, реальные инвестиции начинают замещаться финансовыми, что меняет структуру и диверсифицирует источники инвестирования. Далее ведомство апеллирует примером, что монетизация американской экономики заметно ниже, чем японской, однако темпы роста последней близки к нулю [17].

В качестве вывода министерством отмечается, что «для стран, рынки которых формируются» (т.е. стран, которые пока еще нельзя отнести к развитым), «намного более важными являются не способы привлечения инвестиций, а их объемы». «Значение же коэффициента монетизации экономики заключается в том, что он дает возможность оценить эффективность банковских механизмов аккумуляции финансовых ресурсов за счет внутренних чистых сбережений. При этом он не охватывает другие альтернативные механизмы, которые играют значительную роль в обеспечении источников финансирования – в частности, иностранные и государственные инвестиции» [17].

Такая позиция ведомства выглядит как минимум странной. Безусловным фактом является то, что высокий уровень насыщения экономики приводит к тому, что часть денежных средств идет не в реальную экономику, а в финансовый сектор, что вполне очевидно, поскольку деньги как актив должны приносить своему владельцу прибыль (неважно – в реальном или финансовом секторе). При этом норма прибыли на инвестированные средства по меньшей мере должна покрывать стоимость привлеченных средств. И если в реальном секторе нет подходящих объектов инвестирования, обеспечивающих нужную норму доходности, то «приходится» получать прибыль на финансовом рынке. Слово «приходится» взято в кавычки не случайно: предпринимателю не принципиально, где получать прибыль (в реальном или финансовом секторе). Выбор осуществляется на основе сопоставления потенциальной доходности и риска.

Однако, во-первых, именно ставкой рефинансирования (ключевой процентной ставкой) Банк России задает минимальный порог нормы доходности по инвестициям. Глядя на динамику ставки рефинансирования, сложно представить себе экономику, средняя доходность по реальным инвестициям в которой превышала бы ставки рефинансирования середины 1990–2000-х гг. в 28–60 %. Да и всем памятна история подъема ключевой ставки с 10 до 17 % в декабре 2014 г.

Во-вторых, и это вытекает из предыдущего, поскольку реальный сектор не позволяет получить «нужную» норму прибыли, то эту доходность можно попробовать «заработать» на финансовом рынке. Это, кстати, объясняет, почему даже при такой низкой монетизации российской экономики основным источником доходов банковского сектора являются не кредиты юридическим и физическим лицам (в которых они нуждаются в силу дефицита ликвидности), а операции с иностранной валютой.

В-третьих, Минэкономразвития РФ, поясняя свой взгляд на монетизацию экономики, почему-то «забывает», что средний уровень коэффициента монетизации для развитых стран колеблется в диапазоне от 65 до 90 %, до которого России как минимум следует удвоить объем денежной массы.

В-четвертых, нелогичной выглядит апелляция к тому, что высокая монетизация экономики означает глубину экономики и высокий уровень развития институтов. В действительности скорее развитие финансовых институтов (и «углубление экономики») осуществляется как вызов на увеличение размеров экономики денежного рынка, а не наоборот. Какой смысл в развитии финансовых институтов (фондовых бирж, страхового рынка, пенсионных и инвестиционных фондов), если нет денежных средств, с которыми они должны работать?

Наконец, в-пятых, странной представляется логика рассуждений: коэффициент монетизации отражает лишь эффективность «аккумуляции финансовых ресурсов за счет внутренних чистых сбережений», но есть «иностранные и государственные инвестиции», которые крайне важны. По сути, это можно трактовать так: если нет внутренних частных инвестиций, то это не является проблемой, ведь всегда можно привлечь государственные или иностранные инвестиции. Сложно спорить, что не стоит забывать об иностранных и государственных инвестициях. Однако разве рыночная экономика основана не на частных инвестициях и частной инициативе?

Несмотря на очевидность положительного влияния роста денежной массы на экономический рост, мы далеки от упрощенного восприятия денежной эмиссии. Эффективная денежная эмиссия подразумевает решение двух важных задач:

1. Необходим механизм связывания денежной массы товарной. Денежная эмиссия подразумевает не «раздачу» денег, а создание условий, при которых денежная ликвидность становится доступной населению и бизнесу. Другими словами, здесь работает принцип «не дать», а «дать возможность заработать». Учитывая природу денег, основным каналом накачки экономики ликвидностью является кредит. Однако важным является не только рост кредитных портфелей коммерческих банков, но и их структура (ипотечные, потребительские, инвестиционные или автокредиты), поскольку от последней зависит, насколько кумулятивный эффект будет иметь эмиссия.

2. Необходимо выравнивание уровней доходностей в финансовом секторе и реальной экономике. Дело в том, что в условиях свободы движения капитала доходность и оборачиваемость на финансовом рынке (главным образом валютном и срочном рынках) несопоставимо выше аналогичных показателей реальной экономики. Это приводит к тому, что привлеченная банком ликвидность идет на финансовый рынок, а не в реальный сектор. При этом первостепенными выглядят следующие направления: экономические ограничения в сфере движения спекулятивного капитала, а также развитие системы целевого рефинансирования кредитного рынка. Первое означает, что следует создавать стимулы (главным образом экономические), которые ограничивали бы хождение краткосрочного спекулятивного капитала (в первую очередь иностранного), но развивали бы движение долгосрочного капитала. В этом смысле интересным выглядит опыт Китая в развитии собственного финансового рынка, а также обобщение мировой практики введения так называемого «налога Тобина». Второе подразумевает развитие системы целевого рефинансирования кредитного рынка, тогда кредитные портфели отдельной груп-

пы банков рефинансируются Банком России на льготных условиях. Цель такого льготного рефинансирования заключается в создании заинтересованности со стороны банков в кредитовании отдельных наиболее значимых направлений экономики и/или категорий заемщиков. При этом такое льготное рефинансирование должно осуществляться на равных условиях для всех банков (а не только избранных).

Заключение

Подводя некоторые итоги, следует сделать следующие выводы:

1. С финансовой точки зрения вклад роста денежной массы (денежной эмиссии) в формирование экономического роста является ключевым. Это убедительно показывает опыт ведущих экономик мира (за исключением Японии) и наглядно иллюстрируется сравнительной динамикой ВВП и денежной массой, а также анализом парной корреляции этих показателей.

2. Россия отстает в вопросе монетизации экономики от уровней развитых стран минимум в два раза, что представляет собой резерв для стимулирования экономического роста.

3. Искусственное сдерживание денежной массы отрицательно влияет на экономический рост, а при низких уровнях монетизации (что характерно для России) становится причиной возникновения инфляции издержек и тем самым имеет обратный эффект в вопросе антиинфляционного противодействия.

4. Эффективность денежной эмиссии зависит от каналов доставки ликвидности в реальный сектор, что связано с определенными рисками. Поскольку эмиссия будет осуществляться через коммерческие банки, существуют высокие риски того, что денежная ликвидность пойдет на финансовый рынок, а не в реальный сектор. Это связано с тем, что доходность на рынке спекулятивного капитала заметно выше доходности в реальном секторе. Последнее, в свою очередь, требует со стороны денежных властей (Банка России, Минфина РФ и Минэкономразвития РФ) выравнивания доходностей в финансовом секторе и реальной экономики до конкурентного уровня.

5. Требуется детальный анализ экстремально высоких уровней монетизации (примером являются Китай и Япония). Вполне возможно, что существует предел уровня монетизации, после которого будет наблюдаться отрицательный эффект в плане экономического роста. Причина такой возможности очевидна: современные деньги имеют кредитный характер и их эмиссия приводит к наращиванию долгов в государственном, корпоративном и частном секторах, что увеличивает нагрузку на экономику в будущем.

Библиографический список

1. IMF Data // International Monetary Fund. – URL: <http://www.imf.org/external/data.htm> (дата обращения: 17.03.2017).
2. World – Money supply M2 // IEconomics.com. – URL: <https://ieconomics.com/money-supply-m2> (дата обращения: 17.03.2017).

3. Сутягин, В. Ю. Уверенной поступью от кризиса к кризису или языком статистики о российской экономике / В. Ю. Сутягин, Е. К. Карпунина, Я. Ю. Радюкова, Е. А. Колесниченко // Вестник Северо-Кавказского федерального университета. – 2016. – № 4 (55). – С. 134–142.
4. Сутягин, В. Ю. Заметки о благосостоянии россиян / В. Ю. Сутягин // Ученые записки Тамбовского отделения РОСМУ. – 2016. – № 6. – С. 154–163.
5. Сальдо торгового баланса РФ // Investing.com. – URL: <https://ru.investing.com/economic-calendar/russian-trade-balance-550> (дата обращения: 15.04.2017).
6. Worldoiloutlook // Оpec.org. – URL: http://woo.ope.org/images/woo/WOO_2016.pdf (дата обращения: 12.04.2017).
7. Калюков, Е. Набиуллина рассказала о смене модели развития экономики России / Е. Калюков. – URL: <http://www.rbc.ru/economics/14/11/2016/5829b9229a7947388373a8f3> (дата обращения: 12.04.2017).
8. A Monetary History of the United States, 1867–1967. – Princeton : Princeton University Press, 1963. – 861 p.
9. Блинов, С. Текущий кризис, его причины и необходимые меры / С. Блинов // Эксперт Online. – URL: <http://expert.ru/2015/02/6/tekuschij-krizis-ego-prichiny-i-neobhodimyie-meryi/> (дата обращения: 12.04.2017).
10. Bernanke, B. S. Remarks by Governor Ben S. Bernanke. On Milton Friedman's Ninetieth Birthday / B. S. Bernanke // The Federal Reserve Board. – URL: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/default.htm (дата обращения: 14.04.2017).
11. Блинов, С. Динамика реальной денежной массы как опережающий индикатор состояния многострадальной российской экономики и не только / С. Блинов // Мировой кризис – хроника и комментарии. – URL: <http://worldcrisis.ru/crisis/2327059/> (дата обращения: 12.04.2017).
12. О денежно-кредитной политике Банка России // Банк России. – URL: http://www.cbr.ru/dkp/print.aspx?file=dkp.htm&pid=dkp&sid=itm_31087 (дата обращения: 14.04.2017).
13. Рынки. Валютные рынки. О рынке // Московская биржа. – URL: <http://moex.com/s490> (дата обращения: 13.04.2017).
14. Эксперт: нерезиденты занимают очень высокие доли на российском открытом рынке // Finversia. – URL: <http://www.finversia.ru/news/markets/ekspert-nerezidenty-zanimayut-ochen-vysokie-doli-na-rossiiskom-otkrytom-gynke-16838> (дата обращения: 13.04.2017).
15. Экспорт котировок USDRUB_ТОМ // Финам. – URL: <https://www.finam.ru/profile/mosbirzha-valyutnyj-rynok/usdrubtom-usd-rub/export/> (дата обращения: 10.04.2017).
16. Ключевая ставка и ставка рефинансирования (подготовлено экспертами компании «Гарант») // Гарант. – URL: <http://base.garant.ru/10180094/> (дата обращения: 12.04.2017).
17. По вопросу монетизации // Минэкономразвития России. – URL: <http://economy.gov.ru/minrec/references/faq/201601110450> (дата обращения: 14.04.2017).

Загуменнов Виктор Романович
 студент,
 Финансовый университет
 при Правительстве РФ (г. Москва)
 E-mail: nikolayzagum@gmail.com

Zagumyonnov Viktor Romanovich
 student,
 Financial University
 under the Government
 of the Russian Federation (Moscow)

Сутягин Владислав Юрьевич
кандидат экономических наук, доцент,
кафедра финансов и кредита,
Институт экономики, управления
и сервиса,
Тамбовский государственный
университет им. Г. Р. Державина
E-mail: sutyagin.vladislav@yandex.ru

Sutyagin Vladislav Yuryevich
candidate of economic sciences,
associate professor,
sub-department of finance and credit,
Institute of Economics, Management
and Service,
Tambov State University
named after G. R. Derzhavin

Радюкова Яна Юрьевна
кандидат экономических наук, доцент,
заведующий кафедрой финансов
и кредита,
Институт экономики, управления
и сервиса,
Тамбовский государственный
университет им. Г. Р. Державина
E-mail: radyukova68@mail.ru

Radyukova Yana Yurievna
candidate of economic sciences,
associate professor,
head of sub-department of finance
and credit,
Institute of Economics, Management
and Service,
Tambov State University
named after G. R. Derzhavin

Колесниченко Елена Александровна
доктор экономических наук, профессор,
заведующий кафедрой кадрового
управления,
Институт экономики, управления
и сервиса,
Тамбовский государственный
университет им. Г. Р. Державина
E-mail: ekolesnichenko@live.ru

Kolesnichenko Elena Alexandrovna
doctor of economic sciences, professor,
head of sub-department of human resource
management,
Institute of Economics, Management
and Service,
Tambov State University
named after G. R. Derzhavin

УДК 336.13

Загуменнов, В. Р.

Причины монетарного характера современного кризиса экономики России / В. Р. Загуменнов, В. Ю. Сутягин, Я. Ю. Радюкова, Е. А. Колесниченко // Модели, системы, сети в экономике, технике, природе и обществе. – 2017. – № 2 (22). – С. 22–40.