

ПРАКТИКА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В РФ И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В УСЛОВИЯХ ПОСТКРИЗИСНОГО РАЗВИТИЯ

Савичева Т.С.

ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Брянский филиал, Брянск, Россия (241050, Брянск, ул. Дуки, 61), e-mail: savichevats@rambler.ru

Проведен анализ теории и практики денежно-кредитного регулирования в российской экономике в посткризисный период. Целью анализа является выявление характера взаимосвязи денежно-кредитного регулирования и темпов экономического роста в стране. В процессе исследования произведена оценка обеспеченности российской экономики денежными средствами, кредитной составляющей инвестиционного роста в РФ. Установлено, что монетизация российской экономики остается низкой, темп прироста ее замедлился. Доля кредитования в процентном отношении к ВВП незначительно растет (хотя и остается много меньше соответствующих пропорций в развитых странах), но в общем объеме активов банковского сектора снижается. Особенно существенное падение выявлено в кредитовании основного капитала. Основную часть денежной базы в анализируемый период образуют ресурсы от операций с иностранной валютой. Объем внутренних источников, а, следовательно, и объемов кредитования экономики страны, незначителен. Это усиливало давление на рубль и заставляло центральный банк продавать валюту для стерилизации ликвидности.

Ключевые слова: денежно-кредитное регулирование, денежные агрегаты, экономический рост, инфляция, мегарегулятор.

PRACTICE OF MONETARY REGULATION IN THE RUSSIAN FEDERATION AND ITS CONSEQUENCES FOR ECONOMIC GROWTH IN POST-CRISIS DEVELOPMENT

Savicheva T.S.

Financial University Of The Government Of The Russian Federation, Bryansk Branch, Bryansk, Russia (241050, Bryansk, Duki str. 61), e-mail: savichevats@rambler.ru

The analysis of theory and practice has been carried out of monetary regulation in the Russian Federation in post-crisis era. The purpose of analysis is to educe the connection between monetary regulation and rate of economic growth in the country. During research there has been done the valuation of availability of funds of Russian economy as credit constituent of investment growth in the RF. It is stated that monetization is still low in the RF, its rate has decreased. The part of credit financing to the GDP is slightly increasing (although it is still lower than correspondence ones in developed countries), but in common volume of assets in banking sector it is decreasing. The main fall is educed in capital stock financing. The main part of money base is formed by resources of foreign currency transactions. The volumes of inside sources as well as the volumes of financing of state economy are negligible. This point strengthened the pressure to rouble and made the central bank sell currency for sterilization liquidity.

Keywords: monetary policy, monetary regulation, monetary aggregate, economic growth, inflation, megaregulator.

Введение

В определении целей и задач денежно-кредитной политики любой страны должен быть дан ответ на теоретический вопрос, имеющий важнейшие практические последствия для экономики: должна ли денежно-кредитная политика носить нейтральный или стимулирующий характер для экономического развития. Вопрос этот принципиально важен для краткосрочного периода, так как в долгосрочном периоде динамика цен обусловлена, согласно базовым постулатам экономической теории, денежной политикой и инфляция не влияет на объем выпуска. В практике ведущих развитых стран ответ на этот вопрос дан в

целевых установках деятельности центральных банков. В большинстве из них центральный банк несет ответственность не только за состояние денежного рынка, но и за уровень безработицы и темпы роста, которые количественно определены (таргетированы). На период до 2015 года приоритетной целью денежно-кредитной политики в РФ заявлено обеспечение ценовой стабильности, то есть поддержание стабильно низких темпов роста цен [3]. Дискуссии по этой проблеме в отечественной литературе в последнее время оживились в связи с созданием мегарегулятора финансового рынка и задачах, которые он должен решать в своей деятельности. В связи с этим высказываются различные точки зрения о направленности и содержании кредитно-денежной и финансовой политики [1, 2].

Прежде, чем определиться с позицией по данному вопросу, проведем анализ вклада денежных рычагов в обеспечение экономического роста российской экономики в современных условиях. В связи с этим возникают следующие вопросы:

- Достаточно ли денег в российской экономике для обеспечения роста.
- Какова структура источников (внешних и внутренних) денежной базы, их динамика, сроки.
- Какова динамика денежного мультипликатора – сколько рублей создает банковская система на каждый рубль, эмитированный центральным банком.

Первый вопрос, который является дискуссионным, – достаточно ли денег эмитирует центральный банк для реализации произведенного продукта и обеспечения кругооборота в экономике страны. Как известно, обеспеченность экономики денежными средствами в самом общем виде отражает коэффициент монетизации. Динамика коэффициента монетизации за 2008-2012 годы показывает, что обеспеченность российской экономики денежными средствами в кризисный и посткризисный период в целом растет (таблица 1).

Таблица 1.1 – Динамика обеспеченности российской экономики денежными средствами в 2008-2012 гг.[4, 6, расчеты автора].

Год	М 2, млрд. руб.	ВВПн, млрд. руб.	Коэффициент монетизации, %	Темп роста коэффициента монетизации, в п.п.
2002	2 130,5	10 830,5	19,7	-
2003	3 205,2	13 208,2	24,3	4,6
2004	4 353,9	17 027,2	25,6	1,3
2005	6 032,1	21 609,8	27,9	2,3
2006	8 970,7	26 917,2	33,3	5,4
2007	12 869,0	33 247,5	38,7	5,4
2008	12 975,9	41 276,8	31,4	-7,3
2009	15 267,6	38 807,2	39,3	7,9
2010	20 011,9	46 308,5	43,2	3,9
2011	24 483,1	55 799,6	43,8	0,6
2012	27 405,4	62 599,1	43,7	-0,1

Период, в течение которого наблюдается абсолютное снижение коэффициента монетизации, – кризисный 2008 и 2012 годы. Темп прироста с 2010 года также замедлился – обеспеченность экономики денежными средствами до настоящего времени остается на уровне менее 44% от номинального ВВП (таблица 1). По оценкам экспертов, значение этого показателя для нормального функционирования развивающейся экономики должно быть на уровне 40-60%, для развитой экономики – 80-100%. В США и Японии значение этого показателя до кризиса достигало 120% и выше. Очевидно, что политика количественного смягчения привела к значительному росту данного показателя в данных странах [5].

Было бы заблуждением утверждать, что простая накачка денег в экономику решит проблему стимулирования экономического роста. Ситуация на денежном рынке России существенно отличается от ситуации на американском денежном рынке. ФРС США эмитирует резервную валюту, на которую предъявляется внешний спрос, и она не участвует в формировании внутренних цен. Если российский регулятор постоянно озабочен проблемой стерилизации денежной массы для борьбы с инфляцией, то в США стерилизация эмитируемых денег осуществляется автоматически. Огромные объемы эмиссии в период количественного смягчения не только не вызвали роста цен в США, а наоборот, сопровождались дефляцией в американской экономике. Поэтому ситуация в России существенно иная, но это не исключает необходимости изыскивать способы неинфляционного роста обеспеченности экономики денежными средствами.

Центральный банк обладает необходимыми полномочиями и инструментами для решения этой проблемы. Прямое воздействие центрального банка в прирост денежной массы обеспечивается формированием денежной базы. Значительный интерес вызывает не столько динамика этого агрегата, сколько вклад внутренних источников в ее формирование и структура по срокам.

Проанализируем структуру и динамику основных денежных агрегатов в российской экономике за 2008-2013 годы (таблица 2).

Таблица 2 – Структура и динамика денежных агрегатов в РФ в 2008-2013 гг.[4, расчеты автора].

Показатели (млрд руб.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1.Денежная база (в широком определении)	5578,7	6467,3	8190,3	8644,1	9852,8	9063,2
2.Темп роста денежной базы в широком определении, %	-	115,9	126,6	105,5	113,9	-8,1
2.Денежная база (в узком определении)	4402,0	4774,3	5973,6	7274,2	8093,3	7917,3
4.Темп роста денежной базы в узком определении, %	-	108,4	121,5	121,7	111,2	-2,2
5.Денежная масса (М 2)	12975,9	15267,6	20011,9	24483,1	27405,4	28506,1

6. Темп роста М2, %	-	117,6	131,1	122,3	111,9	104,0
7. Денежная масса в широком определении (М2Х)	16 410	19 102	23 801	28 775	32 257	33 136
8. Темп роста М2Х, %	-	116,4	124,5	120,9	112,1	102,7

Денежная база в узком определении включает выпущенные в обращение Банком России наличные деньги (с учетом остатков средств в кассах кредитных организаций) и остатки на счетах обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в национальной валюте, депонируемых в Банке России.

Таким образом, динамика денежных агрегатов в анализируемый период отличается крайней неравномерностью. С 2010 года темп роста всех денежных агрегатов замедлился, поэтому инфляционные процессы в экономике не связаны с монетарной политикой регулятора. Особенно значительное снижение темпа роста всех денежных агрегатов наблюдается за 2013 год. Денежная масса в широком и узком определении демонстрирует абсолютное снижение к уровню 2012 года. В течение последних трех лет значительное воздействие на динамику денежной базы в широком определении оказывали операции бюджетной системы.

Сопоставление темпа роста денежных индикаторов и темпа роста номинального ВВП позволяет определить величину разрыва между ними – если разрыв значителен, то при прочих равных условиях это означает предкризисную ситуацию. Однако для России эта причинно-следственная связь не действует – в России низкая монетизация экономики, поэтому возможно значительное превышение роста денежных факторов. Однако из данных таблицы 3 следует, что сформированный на денежном рынке тренд в принципе соответствует изменению номинального валового продукта. Значительного превышения роста денежных факторов за 2008-2013 годы не наблюдается. Темп роста денежной массы (М2) соответствует темпу роста номинального ВВП и с 2010 году наблюдается замедление прироста всех денежных агрегатов.

Таблица 3 – Соотношение динамики денежных агрегатов и ВВП России в 2008-2013 гг. [4, б, расчеты автора].

Показатели	2009	2010	2011	2012
Темп роста денежной базы в широком определении, %	115,9	126,6	105,5	113,9
Темп роста денежной базы в узком определении, %	108,4	121,5	121,7	111,2
Темп роста М2, %	117,6	131,1	122,3	111,9
Темп роста М2Х, %	116,4	124,5	120,9	112,1
Денежный мультипликатор (М2/денежная база)	2,36	2,44	2,83	2,78
Номинальный ВВП, млрд руб.	21 227,7	25 335,7	30 526,0	33 783,9
Темп роста номинального ВВП, %	94	119	120	112

Динамика денежного мультипликатора изменилась несущественно и отражает описанную динамику денежных агрегатов (рисунок 1). Наблюдается рост денежного мультипликатора в 2011 году и снижение прироста в 2012 году.

Основную часть денежной базы образуют ресурсы от операций с иностранной валютой. Основной канал создания наличных денег – валютные интервенции Банка России. Объем внутренних источников, а следовательно, и объемов кредитования экономики страны, незначителен. Об этом свидетельствуют данные актива баланса Банка России (таблица 4).

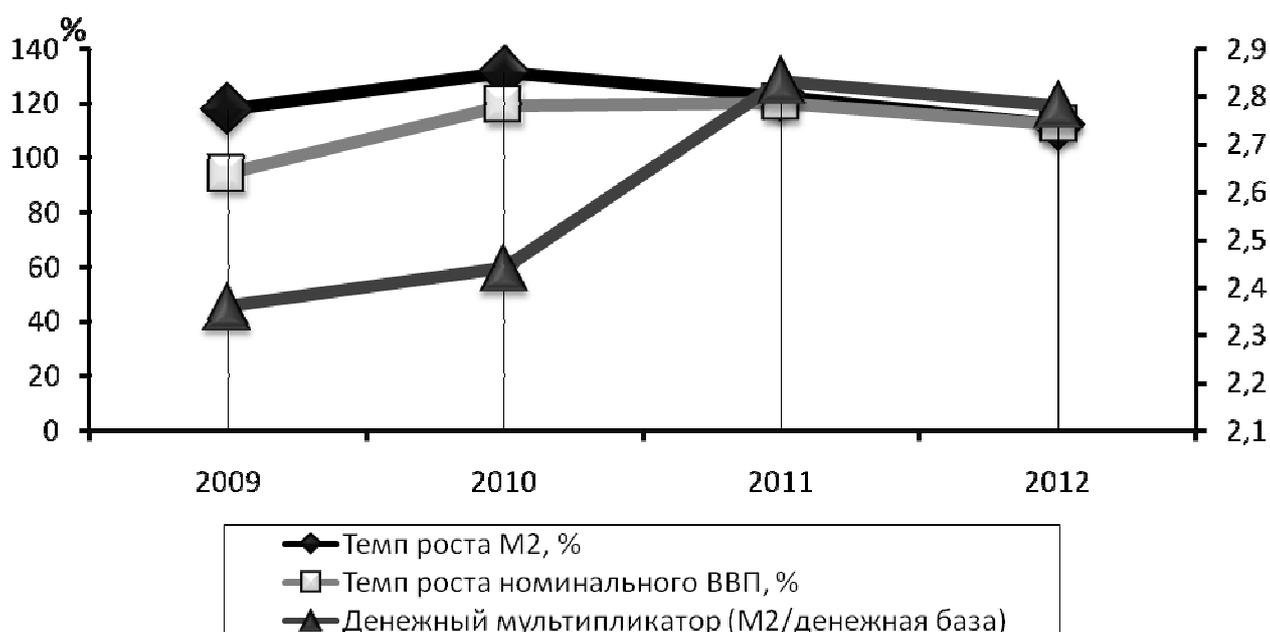


Рисунок 1 – Динамика денежных агрегатов и номинального валового внутреннего продукта за 2008-2013 гг.[4, 6, расчеты автора].

Удельный вес денежных средств, размещаемых Банком России у нерезидентов, увеличивался до конца 2010 года. С 2011 года наблюдается положительная динамика роста объемов рефинансирования коммерческих банков (таблица 4).

Таблица 4 – Доля денежных средств, размещенных Банком России у нерезидентов, млрд. руб.[4, расчеты автора].

Период	Актив баланса	Средства, размещенные у нерезидентов	Удельный вес в структуре активов, %
Июль-декабрь 2008	16 963,7	12 091,1	71,2
Январь-июнь 2009	15 985,1	12 270,4	76,8
Июль-декабрь 2009	15 420,0	12 383,3	80,3
Январь-июнь 2010	15 826,1	13 260,5	83,7
Июль-декабрь 2010	15 526,4	13 272,0	85,4
Январь-июнь 2011	16 569,8	13 281,7	80,1
Июль-декабрь 2011	18 562,7	14 245,3	76,8
Январь-июнь 2012	20 473,8	14 964,5	73,0

Июль-декабрь 2012	20 630,7	14 525,4	70,4
Январь-июнь 2013	21 251,4	15 456,7	72,7

Регрессионная модель, построенная по данным таблицы 4 (рисунок 2), показывает, что каждая денежная единица, размещённая у нерезидентов, способствует мультипликативному росту активов Банка России в среднем на 1,73 денежные единицы. Таким образом, основная часть средств Банка России по-прежнему размещается в иностранные активы. Модель имеет высокий коэффициент детерминации (0,78) и является статистически значимой, что свидетельствует об устойчивой связи между размером актива и объемом средств, размещенных у нерезидентов. Средняя погрешность модели составляет около 5%, что позволяет достаточно эффективно прогнозировать с её помощью зависимость актива Банка России от величины денежных средств, размещенных у нерезидентов.

Подтверждается эта тенденция и данными об инвестиционном потенциале кредитных ресурсов. Доля кредитования в процентном отношении к ВВП незначительно растет (хотя и остается много меньше соответствующих пропорций в развитых странах), но в общем объеме активов банковского сектора снижается (таблица 4).

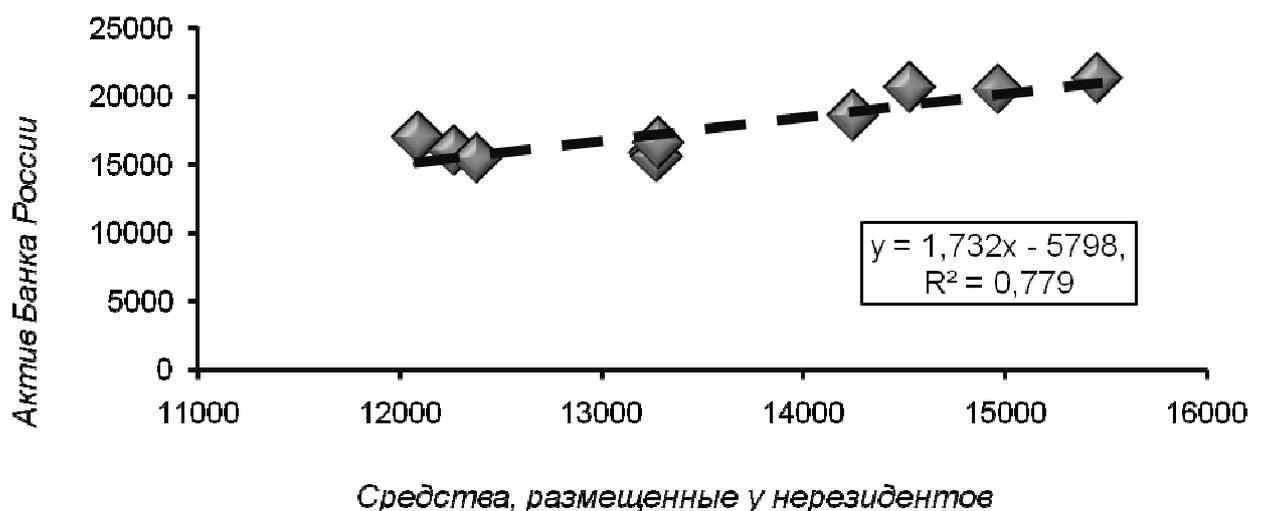


Рисунок 2 – Зависимость актива баланса Банка России от размера денежных средств, размещенных у нерезидентов (млрд. руб.) [4, расчеты автора].

Еще более существенное снижение наблюдается в кредитовании инвестиционной деятельности организаций всех форм собственности в основной капитал. За кризисный и посткризисный период доля кредитов на эти цели снизилась почти в 2 раза, притом, что и до кризиса на обновление основного капитала направлялась мизерная доля кредитов (таблица 5).

Таблица 5 – Кредитная составляющая в стимулировании экономического роста в РФ [4, б, расчеты автора].

Кредиты	1.01.08	1.01.09	1.01.10	1.01.11	1.01.12	1.01.13
---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

1. Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам, млрд руб.	12287,1	16526,9	16115,5	18147,7	23266,2	27708,5
в % к ВВП	37,0	40,0	41,5	39,2	41,7	44,3
в % к активам банковского сектора	61,1	59,0	54,8	53,7	55,9	56,0
2. Кредиты банков в инвестициях организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства), млрд руб.	544,0	791,9	621,5	595,8	711,3	691,7
в % к кредитам банковского сектора	4,4	4,7	3,8	3,2	3,0	2,4
в % к инвестициям организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства)	10,4	11,8	10,3	9,0	8,5	7,9

При этом рентабельность банковской деятельности (по капиталу) в кризисный и посткризисный период росла, в то время как рентабельность промышленных предприятий падала. Очевидно, что коммерческие банки ведут себя в соответствии с целевыми установками – обеспечение прибыльности своей деятельности. В условиях высоких рисков производственной деятельности, плохой конъюнктуры мирового и внутреннего рынков коммерческие банки не заинтересованы в выдаче кредитов реальному сектору экономики. Рассчитывать на то, что ситуация в ближайшей перспективе изменится не приходится. В этих условиях возможно только изменение политики рефинансирования и процентной политики регулятора. Центральный банк должен проводить дифференцированную политику к реально работающим предприятиям и всем остальным субъектам хозяйствования. Нынешняя политика кредитования под залог материальных активов и другой недвижимости не учитывает реально производимые денежные потоки. Этот метод учитывается только в финансировании бизнес-проектов, но в инвестиционной деятельности речь идет о создании нового бизнеса, соответственно необходимо учитывать другие риски (повышенные).

Таким образом, денежные власти в России до конца 2013 году увеличивали объем операций рефинансирования с целью стимулировать кредитование и экономическую активность. Это усиливало давление на рубль и заставляло центральный банк продавать валюту для стерилизации ликвидности. Как показывает практика развитых стран, сегодня инфляция не является ключевой целью проводимой ими монетарной политики, хотя ранее центральные банки в развитых странах были твердыми приверженцами идеи стабильности цен. В посткризисный период, столкнувшись с «ловушкой ликвидности», некоторые из них

начинают отходить от этой идеи, придавая в правилах своей политики больший вес разрыву выпуска (outputgap) [7].

Применяемые Банком России денежные инструменты неэффективны для стимулирования экономического роста и являются сдерживающим элементом в современной модели денежно-кредитной политики. Требуется настройка новой модели денежно-кредитной политики, при которой ведущую роль в предоставлении ликвидности начинает играть политика рефинансирования Центрального банка. Политика рефинансирования должна быть нацелена не только и не столько на заботу о банках, сколько на таргетирование инфляции, адекватной потребностям экономического роста. Монетарная политика не может устранить причины спада в экономике, но она должна создавать условия для формирования драйверов роста.

Список литературы

1. Федеральный закон от 23.07.2013 N 251-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков".
2. Аганбегян А.Г. Ершов М.В. О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. – 2013. - №6. – С. 3-11.
3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и на период 2015 и 2016 годов. URL: http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2014%282015-2016%29.pdf (дата обращения: 18.02.2014).
4. Официальный сайт Банка России. URL: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp (дата обращения: 28.01.2014).
5. Официальный сайт ОЭСР. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx> (дата обращения: 28.01.2014)
6. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: <http://www.gks.ru> (дата обращения: 20.02.2014)
7. Центр макроэкономических исследований Сбербанка России. URL: <http://sberbank.ru/common/img/uploaded/analytics/2013/ma> (дата обращения: 10.09.2013)

Рецензенты:

Одиноченков В.В., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой «Экономика», ФГОБУ ВПО «Брянский государственный университет имени академика И.Г. Петровского», г. Брянск.

Шафронова А.Д., д.э.н., профессор, профессор кафедры «Экономика», ФГОБУ ВПО «Брянский государственный университет имени академика И.Г. Петровского», г. Брянск.