

Денежное предложение: предпосылка или допинг для экономического роста?

А.В. АЛЕКСЕЕВ, кандидат экономических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск.
E-mail: avale@mail.ru

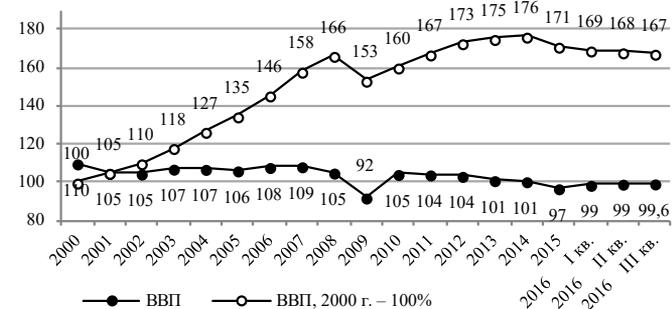
В статье рассматривается взаимосвязь денежного предложения и экономического роста. Показано, что за изменением денежного предложения следует соответствующее изменение темпов экономического роста. Обсуждаются российские особенности формирования денежного предложения, причины его резкого сокращения в последние годы. Обосновывается необходимость новых принципов формирования денежного агрегата M2 в контексте создания новых стимулов роста российской экономики.

Ключевые слова: денежный агрегат M2, инфляция, экономический рост, научно-технический прогресс, институты

Российская модель экономического роста: чем больше перемен, тем больше постоянства

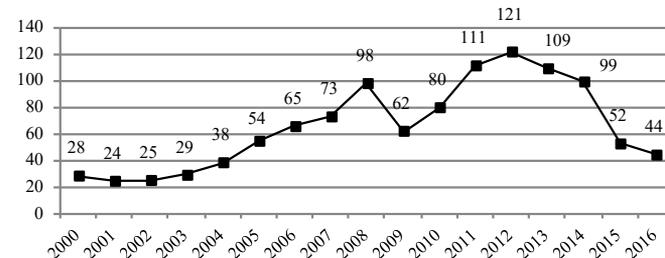
В посткризисные годы в экономической дискуссии превалировало утверждение, что экономическая модель, лежащая в основе российского экономического развития, работать перестала. Суть модели – не мешать рыночным силам самим определять приоритеты развития материального производства и сферы услуг. Если они указывают на то, что сконцентрироваться следует на добыче нефтегазовых ресурсов, а на ренту, полученную в результате их реализации на мировом рынке, приобретать продукцию, которую производить в РФ «неэффективно», то так и следует поступать.

Если критерием эффективности данной модели считать рост ВВП, то по меньшей мере до 2008 г., она работала вполне успешно. В 2009 г. произошел первый серьезный сбой. В 2010–2012 гг. ситуация как будто вернулась в прежнюю колею, но в 2013–2014 гг. темпы роста ВВП начали затухать, а в 2015 г. и вовсе стали отрицательными (рис. 1). В рамках рассматриваемой модели ситуация с ВВП логична: с сентября 2013 г. основной макроэкономический ориентир развития российской экономики – стоимость нефти на мировых рынках – стал быстро терять свои позиции (рис. 2).



Источник: Росстат. URL: www.gks.ru (дата обращения: 10.01.2017).

Рис. 1. Индекс физического объема ВВП в 2000–2016 гг., %



Источник: <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=60> (дата обращения: 16.01.2017).

Рис. 2. Среднегодовая цена на нефть марки Brent в 2000–2016 гг., долл./барр.

Не следует забывать, что «после» не всегда означает «вследствие». Но не в рассматриваемом случае. Действительно, доля нефтегазовых доходов в федеральном бюджете РФ в последние годы превышала 50% [1. С. 177]. В этих условиях сколько-нибудь существенное изменение нефтяных цен просто не может не оказывать значимого влияния на динамику российского ВВП.

Представленные данные вовсе не свидетельствуют о том, что рассматриваемая модель перестала работать. Проблема как раз в обратном – она продолжает работать. Более того, связь между динамикой российского ВВП и мировой конъюнктурой

нефтегазовых цен скорее усилилась. Так, если коэффициент корреляции между этими двумя факторами в 2000–2007 гг. составил 0,69, то в 2009–2016 гг. – уже 0,82. В общем случае коэффициент корреляции свидетельствует о силе связей двух переменных, но ничего не говорит о том, какая из них является причиной, а какая – следствием. В рассматриваемом случае понятно, что динамика российского ВВП практически не влияет на мировые нефтяные цены. Таким образом, речь не о том, что модель перестала работать, а о том, что общество перестало устраивать качество этой работы.

Монетарные стимулы экономического роста

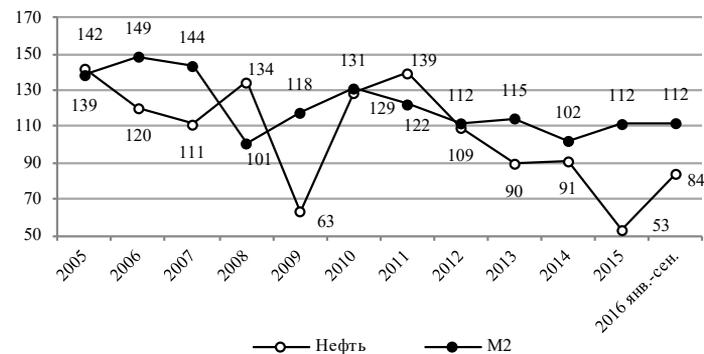
Зададимся вопросом: как именно динамика мировых нефтяных цен определяет темпы российского ВВП?

Доходы нефтегазового сектора конвертируются в рубли. Здесь возможны два варианта развития событий. *Вариант 1:* Центральный банк не вмешивается в этот процесс, валюта реализуется на рыночных принципах. Большой (и растущий) объем валюты при относительно фиксированной рублевой массе ведет к быстрому укреплению рубля. Возникает классическая «голландская болезнь», выражающаяся в быстрой потере конкурентоспособности обрабатывающей промышленности со всеми вытекающими социальными проблемами, вопросами национальной безопасности и др.

Вариант 2: российское государство, несмотря на риторику и действия, основанные в немалой степени на либеральной идеологии, в данном вопросе все же пытается как-то ограничить «рыночные силы». Происходит это в режиме покупки валюты Центральным банком как для собственных нужд (создание золотовалютных резервов), так и потребностей Министерства финансов (пополнение Резервного фонда и Фонда национального благосостояния). Тонкий момент здесь – приобретение валюты осуществляется не из имеющихся на балансе ЦБ рублей, а за счет их эмиссии под покупку валюты.

В принципе, такие действия не угрожают национальной финансовой системе. Эмиссия проводится под реальное обеспечение, и если по каким-то соображениям эмитированные рубли потребуются изъять из экономики, можно выкупить их за приобретенную ранее ЦБ валюту. Но здесь важно другое: при

быстром росте цены на нефть в экономике, работающей в прежнем режиме, рублевая масса растет. Действительно, на рисунке 3 хорошо видно, что за изменением цены нефти с лагом в один год следует соответствующее изменение денежного агрегата М2. Корреляция между этими показателями (с учетом годового лага) достаточна высока (коэффициент корреляции равен 0,78).



Источник: ЦБ РФ. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=dkfs> (дата обращения: 15.01.2017).

Рис. 3. Индексы среднегодовой цены нефти Brent на мировом рынке и денежного агрегата М2 в 2005–2016 гг., %

Чтобы снять возможные возражения о том, что агрегат М2 из-за высокой российской инфляции недостаточно показателен, дефлятируем его, разделив на индекс цен производителей соответствующих лет. Расчет в рамках данного подхода лишь усиливает приведенный тезис: темпы роста М2 сильно коррелируют с мировыми нефтяными ценами.

Таким образом, предложение денег в российской экономике по крайней мере, за последние 15 лет, в существенной степени определялось даже не столько уровнем мировых нефтяных цен, сколько темпами их роста. Прекращение роста нефтяных цен, и тем более их снижение, стало серьезным испытанием для российской экономики – нефтяное «основание» для увеличения денежного предложения исчезло, а иных фундаментальных основ не появилось. Но, как показано выше, динамики М2 и ВВП тесно связаны между собой – за сокращением денежного предложения быстро следует и снижение темпов роста ВВП.

Объяснять высокие темпы роста отечественной экономики в прошлом десятилетии исключительно масштабной денежной эмиссией, очевидно, было бы большим упрощением. Тем не менее такая постановка вопроса актуализирует вопрос: а что вообще является стимулом роста отечественной экономики?

Классический ответ – внедрение достижений научно-технического прогресса и улучшение институциональной системы, выражающееся, в частности, в активизации промышленной политики и повышении ее качества, для рассматриваемого периода российской истории не представляется убедительным. Действительно, говорить о сколько-нибудь значимых технологических прорывах, да и вообще о повышении инновационного уровня российской экономики в последние годы не приходится [2]. Наблюдаемый слабый прогресс в институциональной сфере также не объясняет динамику российского ВВП. Так, по данным авторитетного доклада «Индекс глобальной конкурентоспособности», качество российских институтов в 2004–2005 гг. оценивалось в 3,54 балла (89-е место в мире, данные по 104 странам) [3], в 2016–2017 гг. – 3,6 балла (88-е место из 138 стран) [4]. Минимальный, но прогресс. Тем не менее при «плохих» институтах темпы прироста ВВП в 2005 г. составляли 6%, а при «улучшившихся» стали отрицательными. Приведенные данные не говорят о том, что улучшение институциональной среды не является фактором ускорения роста ВВП, но свидетельствует в пользу того, что стабильно плохая российская институциональная система не была таким фактором на протяжении последнего десятилетия.

Примем как рабочую гипотезу: темпы роста ВВП в РФ в новом веке в значительной степени определялись динамикой стоимости нефти. Операционно эта зависимость реализовывалась через соответствующий рост денежного агрегата M2. В 2013 г. рост нефтяных котировок сменился падением. Соответственно, в 2014 г. (с лагом в один год) резко сократились и темпы роста M2. В полном соответствии с описанной логикой в 2015 г., т. е. с лагом еще в один год, рухнул ВВП (на 4 п. п.).

Возникает естественное соображение: если собака (цена нефти на мировом рынке), имеющая хвост (агрегат M2), неожиданно отоцала, следует ли из этого, что махать хвостом (продолжать наращивать агрегат M2) больше нельзя? В экономической литературе четко просматриваются две полярные точки зрения на этот

вопрос. Первая: увеличение денежного предложения, особенно сколько-нибудь масштабное – угроза стабильности финансовой системы, провоцирующая инфляцию. Вторая: увеличение денежного предложения – стимул развития экономики. Растущая экономика требует большей денежной массы для своего обслуживания, что автоматически снимает проблему расшатывания денежной системы при увеличении денежного предложения.

У каждой из рассмотренных позиций свои аргументы. Так, за изменением M2 с лагом в год следует изменение цен производителей. На протяжении 2005–2013 гг. сила связи этих двух показателей весьма велика (коэффициент корреляции 0,78 с учетом годового лага); по данным за 2014–2015 гг. и предварительным за 2016 г. – меньше (0,66). Следует ли из этого, что рост M2 «с неизбежностью» ведет к росту цен производителей, т. е. инфляции? Если исходить из монетарной теории инфляции, видимо, да.

Природа российской инфляции – предмет специального рассмотрения [5]. Здесь же отметим, что мы склонны объяснять российскую инфляцию не столько монетарными факторами, сколько следующим «МИГОм»: сильным монополизмом, плохими институтами и чрезмерной зависимостью России от глобальной экономики.

Действительно, российские естественные монополии могут (и пользуются этой возможностью!) повышать цены на свою продукцию и услуги просто в силу своей монополистической природы. О низком качестве российских институтов, препятствующих превращению денег в капитал и, следовательно, мотивирующих производителя не столько к наращиванию производства товаров и услуг, сколько к повышению цен на свою продукцию, говорилось выше. Слишком сильная интеграция российской экономики в мировую через механизм «голландской болезни», с одной стороны, и слабую защиту национального производителя от сильного зарубежного, с другой, затрудняет развитие отечественных обрабатывающих производств, что также является проинфляционным фактором.

Возможно, в 2014 г. ситуация начала меняться. Так, в полном соответствии с логикой рассмотренной российской экономической модели развития, за снижением нефтяных цен в 2013 г. в 2014 г. практически прекратился прирост M2, а следующие за ним с лагом в год цены производителей не только не сокра-

тились, но, напротив, существенно возросли. В 2015 г. ситуация оказалась еще менее типичной: на фоне продолжающегося снижения цен на нефть агрегат M2 неожиданно вырос, а прирост цен производителей в 2016 г. (за январь-сентябрь), напротив, заметно уменьшился. Очевидно, что дело здесь в резком падении курса рубля, выразившемся в существенном росте отпускных цен. Но и ситуация 2016 г. весьма показательна: в 2015 г. агрегат M2 резко вырос, а в 2016 г. цены производителей практически не изменились (рис. 4). На основе не окончательных данных 2016 г., конечно, нельзя делать вывод о том, что рост денежного агрегата не обязательно ведет к подъему цен, но аргументов сторонникам «зажима» M2 все же не добавляет.

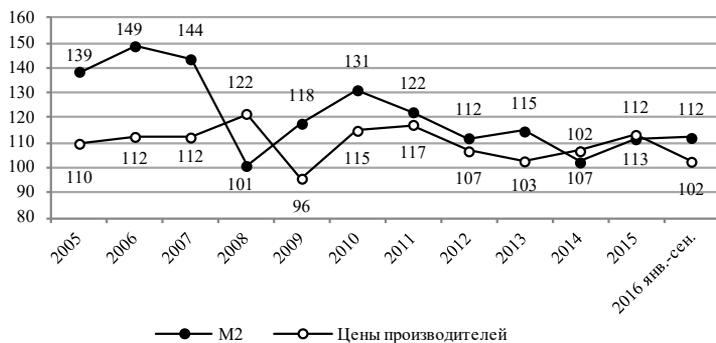


Рис. 4. Индексы денежного агрегата M2 и цен производителей в 2005–2016 гг., %

Таким образом, можно соглашаться с тезисом о том, что российская инфляция, мягко говоря, не полностью определяется монетарными факторами или оспаривать его, но факт остается фактом: за ростом M2 с лагом в один год следует рост ВВП (коэффициент корреляции с учетом временного лага – 0,9) (рис. 5). Сопровождается этот рост инфляцией или нет – вопрос второй. Если вследствие в том числе институциональных причин экономический рост в РФ без инфляции невозможен, то рост с инфляцией все же лучше, чем победа над инфляцией ценой отказа от экономического роста. Речь не идет о том, что с инфляцией следует смириться, но сначала стоит выявить ее фундаментальные причины, а затем назначать соответствующие болезни методы лечения. Пока же прописанное лечение – жесткий контроль

M2 – приносит экономике больше вреда (низкие, а в последние годы и отрицательные темпы роста ВВП), чем пользы (весьма умеренные успехи в борьбе с инфляцией).

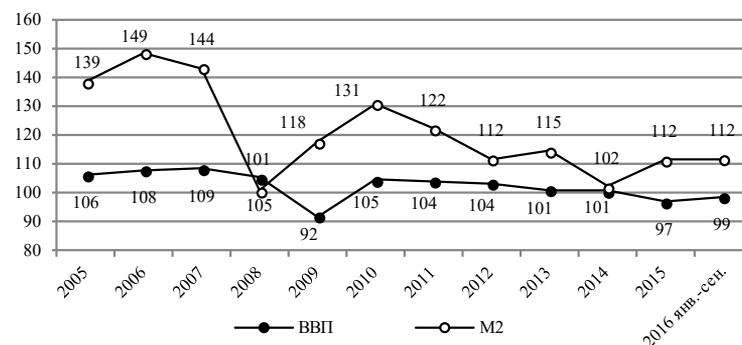
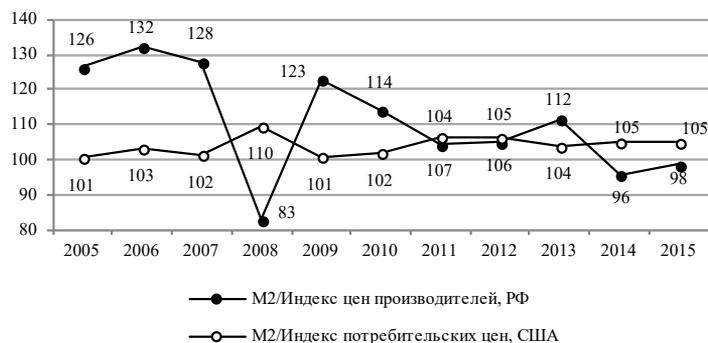


Рис. 5. Индексы денежного агрегата M2 и ВВП в 2005–2016 гг., %

До последнего времени увеличение денежного предложения являлось de facto вынужденной мерой, направленной на недопущение чрезмерного укрепления рубля. Действительно, крепкий рубль не только не способствовал развитию обрабатывающих производств, а даже стал угрожать их существованию [6]. Денежная эмиссия в этой ситуации не воспринимается как прямая угроза финансовой системе. Как отмечалось выше, если станет «совсем плохо», то на находящуюся в резервах ЦБ валюту всегда можно выкупить эмитированные под ее приобретение рубли. Однако судя по тому, что темпы роста M2 на протяжении рассматриваемого периода оставались существенно положительными, этого не происходило. И это вызывает некоторое недоумение: денежное предложение год от года росло, вслед за ним росла экономика, валюта же «спокойно» лежала на счетах ЦБ (возвращение ее в экономику означало бы обратную конвертацию и, соответственно, снижение M2, чего в значимых масштабах не наблюдалось).

Тогда почему рост денежного предложения должен быть непременно связан с эмиссией под приобретение валюты? Может быть, это не так? Страны, не являющиеся экспортерами нефтегазовых ресурсов, ведь как-то решают проблему денежного предложения. Действительно, «в США и Японии на госбумаги

приходится 80–90% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты. То есть все деньги, которые находятся в обращении у этих государств, на 90% были эмитированы под бюджетные приоритеты... доля российских госбумаг в эмиссии рубля по итогам 2015 г. составляет менее 5%» [7. С. 44]. При этом дефлятированные темпы роста денежного агрегата М2 в США на протяжении, по крайней мере, последних десяти лет были существенно положительными. С 2011 г. они еще и превышают аналогичный российский показатель (рис. 6).



Источник: Economic Report of the President, 2016. Table B–26. Money stock and debt measures, 1975–2015, – P.400, Table B–10. Changes in consumer price indexes, %. – P.411.

Рис. 6. Темпы роста денежного показателя М2 в РФ и США в 2005–2015 гг., %

Рассмотрим подробнее взаимосвязь динамик денежного агрегата М2 и производства (разделы С, D, E: добывающие, обрабатывающие производства, производство и распределение электроэнергии, газа и воды). Теснота связи здесь ниже, чем с ВВП (коэффициенты корреляции 0,7 и 0,9, соответственно). Ситуация меняется, если учесть инфляцию. Так, коэффициент корреляции индекса производства и показателей М2, скорректированных с учетом цен производителей и годового лага, равняется 0,8 (рис. 7).

Отметим, что добывающие производства связаны с М2 слабее (коэффициент корреляции 0,72), обрабатывающие – сильнее (0,84). Эти результаты хорошо соответствуют «нефтяной» теории природы российского экономического роста: если спрос

на российские энергоносители на мировом рынке высок, то он удовлетворяется добывающей промышленностью вне зависимости от того, что происходит в остальной части российской экономики. Обрабатывающие же производства, ориентированные в основном на внутренний рынок, гораздо более чувствительны к внутрироссийским спросовым ограничениям, задаваемым количеством денег в обращении (М2).

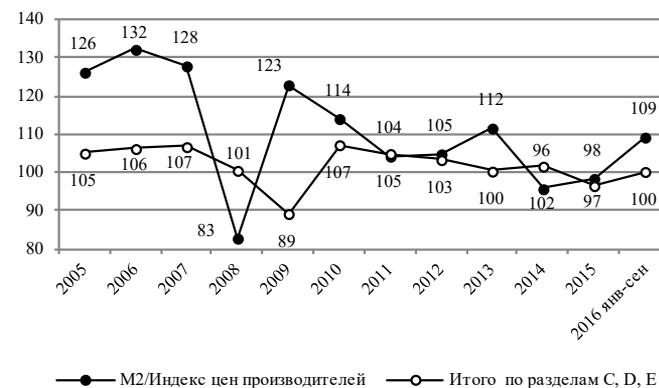


Рис. 7. Индексы денежного агрегата М2, скорректированного на индекс цен производителей, и промышленного производства в 2005–2016 гг., %

Немонетарные факторы экономического роста – «страшно далеки» они от российской действительности?

Так как же перезапустить российскую экономику, вывести ее из рецессии, в которой она пребывает уже два года? Выбор, как видим, невелик.

Лучший вариант – ускорить преобразование экономики на инновационной основе. Проблема здесь в том, что инновации реализуются через инвестиции. Инвестиционная же активность в условиях стагнирующего производства (следствие слабого спроса) такова, что данная цель заведомо недостижима. Более того, динамика инвестиций определяется динамикой М2 в еще большей степени, чем динамика производства (коэффициент корреляции 0,94 с учетом годового лага) (рис. 8).



Рис. 8. Индексы денежного агрегата М2 и инвестиций в основной капитал по полному кругу организаций в 2005–2015 гг., %

Не менее сложно реализовать и вариант улучшения институтов. Вряд ли у точки зрения «улучшение институциональной системы способствует экономическому росту» много оппонентов. Но период экономической стагнации – не лучшее время для ее совершенствования. С одной стороны, это не ситуация острого кризиса, когда, нравится или нет, но приходится принимать непопулярные болезненные решения. С другой – это и не период экономического подъема, когда растущие доходы позволяют купировать социальные последствия институциональных трансформаций. Как уже отмечалось, Россия традиционно не сильна в институциональных преобразованиях. Определенный прогресс здесь наблюдается, но он не настолько быстрый и масштабный, чтобы рассматривать его как основной фактор будущего экономического роста.

Самый простой и, следует признать, результативный способ ускорения экономического роста – увеличение денежного агрегата М2. Он может расти в режиме вынужденной эмиссии под приобретение валюты для стабилизации национальной денежной единицы или, что представляется более правильным, продажи государственных бумаг под приоритетные проекты национально-го развития. Несмотря на неприятие по идеологическим соображениям этого пути не только либеральной «общественностью», но и финансовым блоком правительства, все же есть признаки того, что процесс здесь пошел. Действительно, при более низкой цене нефти в 2016 г. по сравнению с 2015 г. темпы роста агрегата

М2 за первые три квартала 2016 г. не только не уменьшились, как это наблюдалось в рамках «нефтяной» модели российской экономики, а, напротив, заметно выросли. Материализуется ли этот рост в соответствующее увеличение ВВП, покажет время. Но заявления о том, что дно кризиса пройдено, и наблюдаются первые признаки подъема, уже звучат. И основания для них есть. Так, производство за январь–сентябрь 2016 г. хотя и символически, но выросло. Вспомним, что в 2015 г. здесь наблюдалось заметное падение.

Можно спорить, способствует экономическому росту увеличение денежного предложения или нет, а если да, то с какими рисками это связано. Но следует понимать, что масштабные национальные проекты развития, реализуемые в том числе через увеличение денежного предложения, преобразуют экономику, выводят ее на новый уровень. На этих проектах, инициируемых государством, а не на малопродуктивных дискуссиях о том, что рынок сам когда-нибудь все расставит по своим местам, и следует сосредоточиться.

Литература

1. Филимонова И. В. Особенности государственного регулирования в области фискальной политики в нефтегазовом комплексе // XII Межд. научный конгресс и выставка «Интерэкспо ГЕО-Сибирь-2016». Межд. науч. конф. «Недропользование. Горное дело. Направления и технологии поиска, разведки и разработки месторождений полезных ископаемых. Геоэкология»: сб. материалов в 4-х т. / М-во обр. и науки РФ, Сиб. гос. ун-т геосистем и технологий (СГУГиТ). – Новосибирск: СГУГиТ, 2016. – Т. 4.
2. Алексеев А. В. Приоритеты государственной политики создания инновационной экономики в РФ / ИЭОПП СО РАН. – Новосибирск, 2015. – 423 с.
3. The Global Competitiveness Report 2004–2005. URL: http://www.ieseinsight.com/casos/Study_0035.pdf, P. xvii.
4. The Global Competitiveness Report 2016–2017. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1>, P. 307.
5. Алексеев А. В. Пора за флажки? Экономический рост, пусть с инфляцией, лучше, чем инфляция без роста // ЭКО. – 2015. – № 9. – С. 55–72.
6. Алексеев А. В. Российские кризисы нового века: хождение по кругу? // ЭКО. – 2015. – № 12. – С. 32–44.
7. Ершов М. Тайны бюджетной эмиссии // Эксперт. – 2016. – № 47.