

DOI: 10.38197/2072-2060-2023-244-6-175-192

СЛОЖИВШИЕСЯ ТЕНДЕНЦИИ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ТОЧКИ РОСТА ЭКОНОМИКИ РОССИИ

**Доклад на научном форуме АБАЛКИНСКИЕ ЧТЕНИЯ,
27 СЕНТЯБРЯ 2023 г., МОСКВА**



БАХТИЗИН АЛЬБЕРТ РАУФОВИЧ

Член Президиума ВЭО России, член Президиума
Международного Союза экономистов, директор
Центрального экономико-математического
института РАН, заведующий кафедрой
математических методов анализа экономики
Экономического факультета МГУ имени
М.В. Ломоносова, член-корреспондент
РАН, доктор экономических наук

АННОТАЦИЯ

В ходе доклада были рассмотрены краткосрочные прогнозы Мин-экономразвития и ЦБ, проанализированы вопросы искусственно заниженного курса рубля, низкого уровня монетизации российской экономики, а также определены отдельные приоритетные направления дальнейшего развития нашей страны.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Прогнозы, моделирование, денежно-кредитная политика.

Добрый день, уважаемые коллеги! Учитывая то, что уже многое было сказано, постараюсь не повторяться, но тем не менее приведу пару цифр относительно ключевых прогнозов, которые дает Минэкономразвития и Центральный банк.

Они по-разному видят краткосрочный прогноз, и, в общем-то, Минэкономразвития ни разу, кроме последней строчки, не попало в диапазон цифр Центрального банка (табл. 1). Если почитать комментарий Минэкономразвития к их сентябрьским прогнозам этого года, то первое, за счет чего оно видит обозначенный рост, — это увеличение выпуска обрабатывающей промышленности. В структуре ВВП соответствующая доля возрастет с 12,8 до 13,4%. Также драйверами роста будут строительство, транспорт и внутренний спрос. При этом выделяются следующие риски: замедление мировой экономики, ужесточение денежно-кредитной политики, дефицит кадров. Но, несмотря на это, предполагается определенная стабильность, устойчивость курса рубля в диапазоне 90–92 рубля за доллар.

Таблица 1

Темпы роста ВВП, в % к предыдущему году¹²

	Минэкономразвития РФ	ЦБ РФ
	(сентябрь 2023)	(сентябрь 2023)
2023	2,8	1,5–2,5
2024	2,3	0,5–1,5
2025	2,3	1,0–2,0
2026	2,2	1,5–2,5

¹ https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_na_2024_god_i_na_planovyy_period_2025_i_2026_godov.html

² https://cbr.ru/about_br/publ/ddkp/

ЦБ видит ситуацию по-другому. Одно из фундаментальных предположений заключается в снижении темпов прироста денежной массы, то есть по-прежнему будет происходить удушение экономики и ее недомонетизация. Предполагается снижение темпов прироста денежной массы с текущего значения в 24% до 6–11% в год. И это косвенно влияет на еще одну принципиальную проблему, о чем уже говорили ранее, — сильную девальвацию нашей национальной валюты. В табл. 2 видно, насколько рубль плохо выглядит относительно валют тех стран, с которыми мы конкурируем и с частью которых находимся в противостоянии. Ни одна из валют за период с начала века так сильно не девальвировалась. Некоторые, наоборот, укрепились. И то, что такое провальное снижение курса рубля не позволяет рассматривать его ни как резервную валюту, ни как средство инвестирования, в том числе создает угрозу национальной безопасности.

Таблица 2

Курсы валют ведущих стран мира по отношению к доллару США³

	2000	2023	Девальвация/ ревальвация за период 2000–2023 гг.
Франция (евро)	1,083	0,937	0,865
Германия (евро)	1,083	0,937	0,865
Италия (евро)	1,083	0,937	0,865
Китай (юань)	8,279	7,274	0,879
Австралия (австралийский доллар)	1,725	1,553	0,900
Канада (канадский доллар)	1,485	1,352	0,910
Саудовская Аравия (саудовский риял)	3,750	3,750	1,000
США	1,000	1,000	1,000

³ <https://data.oecd.org/conversion/exchange-rates.htm;table/?from=USD&amount=1>

<https://www.x-rates.com/>

	2000	2023	Девальвация/ ревальвация за период 2000–2023 гг.
Корея (южнокорейская вона)	1130,4	1327,5	1,174
Великобритания (фунт стерлингов)	0,661	0,807	1,221
Япония (иена)	107,8	147,9	1,372
Индонезия (индонезийская рупия)	8421,8	15368,1	1,825
Индия (индийская рупия)	44,9	83,1	1,850
Бразилия (бразильский реал)	1,829	4,869	2,662
Россия (рубль)	28,1	96,8	3,440

Дополнительно сошлюсь на масштабное исследование МВФ, проведенное для 46 стран мира по данным за период с 1990 по 2022 г., в котором рассматривалось снижение курсов национальных валют по отношению к доллару США и соответствующее влияние на инфляцию. Так, был получен следующий результат с высокой статистической значимостью — ослабление курсов на 1% в среднем приводило к увеличению цен импортных товаров на 0,7% в течение месяца и к росту цен товаров внутреннего производства на 0,16% в течение года⁴. Иными словами, ослабление рубля неминуемо скажется на росте цен.

Также большое значение имеет искажение курса национальной валюты. На это много раз обращали внимание разные исследователи. К примеру, в Шеридан-колледже (Канада) в прошлом веке посчитали различия в курсах валют для разных стран, основываясь на соотношении ВВП по ППС и ВВП, посчитанного с помощью фактического обменного курса. Полученные коэффициенты показали, что в стра-

⁴ Yan Carrière-Swallow, Melih Firat, Davide Furceri, and Daniel Jiménez (2023): State-Dependent Exchange Rate Pass-Through, No. WP 23/86.

нах периферии курс национальной валюты искусственно ослаблен, в то время как экономические системы США и их союзников лучше защищены от финансовых спекуляций и неэквивалентного обмена. В частности, для России исследователи из упомянутой организации получили значение коэффициента для 1992 г. равным 2,5.

Таблица 3

Соотношения ВВП по ППС и ВВП по текущему курсу в 2021 году⁵

Индия	3,21
Беларусь	2,97
Азербайджан	2,94
Казахстан	2,77
Россия	2,69
Китай	1,54
Мир	1,52
Франция	1,16
Германия	1,13
Япония	1,09
Австрия	1,09
Великобритания	1,07
Люксембург	1,01
Канада	1,00
США	1,00
Швейцария	0,84
Израиль	0,84

На данный момент для России значение этого коэффициента среди стран мира – одно из самых высоких, поэтому конечно нужно стремиться к выравниванию курсового ба-

⁵ Рассчитано на основе данных Всемирного банка.

ланса, но процесс этот постепенный, поскольку затрагивает противоположные интересы многих участников. Учитывая сложившийся структурный перекося в сторону сырьевых отраслей и их экспортную ориентацию, можно прийти к выводу, что резкое изменение курса может негативно сказаться на экономической ситуации, поэтому целесообразно компромиссное решение по плавному регулированию курса в сторону исправления создавшегося дисбаланса, ориентируясь на Китай, у которого данный коэффициент в 2000 г. составлял 3,04, а к настоящему моменту снизился до 1,54.

Хотя слабый рубль частично способствует решению проблемы дефицита бюджета и повышению конкурентоспособности отечественных производителей, негативные последствия его заниженного курса перевешивают преимущества, поскольку приводят к удорожанию импорта, росту инфляции, недоверии как к средству накопления, снижению стоимости национальных активов и т.д.

Другой момент, на который хотелось бы обратить внимание. Это метод, выбранный ЦБ, по таргетированию инфляции — каждый раз менять ключевую ставку. За период с прихода команды Э. Набиуллиной, то есть с 2013 года по текущий момент, ключевая ставка менялась 45 раз, что гораздо чаще, чем в других странах (рис. 1). Такой способ осуществления денежно-кредитной политики дезориентирует инвесторов и прочих участников экономической системы, потому что непонятно, что ожидать в следующий момент времени: будет ли ставка опять опущена или поднята.

Непонятно, по какой причине российский ЦБ упорно игнорирует опыт Китая⁶. Политика Народного банка Китая, который, кстати, не является независимым, а подчинен Гос-

⁶ <https://www.interfax.ru/business/922955>

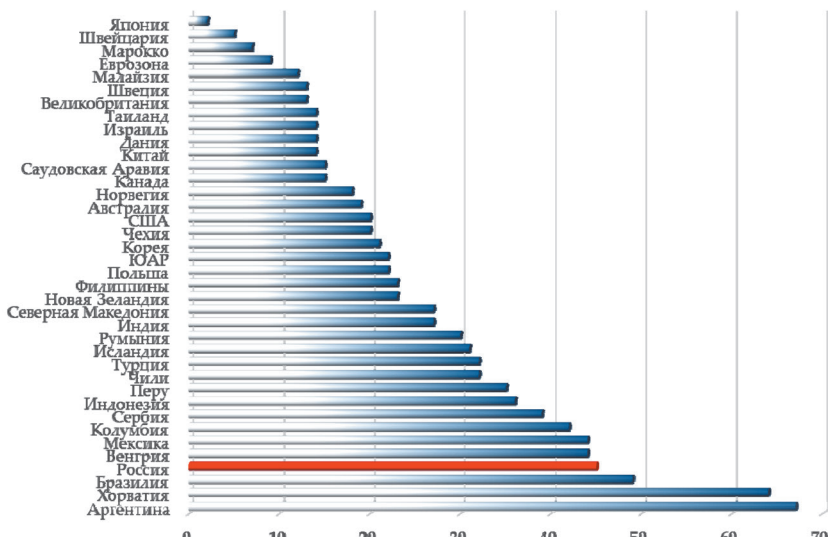


Рис. 1. Частота изменений ключевой ставки по различным странам за период с 2013–2022 гг.

совету страны⁷, направлена на реальное развитие страны, а не на сегментированные действия по борьбе с инфляцией как у ЦБ РФ. Деятельность Народного банка КНР гораздо более сложная. Так, ДКП Китая заключается в поддержании стабильного курса юаня и стимулировании экономического роста и именно этим двум целям подчинен процесс регулирования ключевой ставки. В официальном документе «China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform», размещенном на официальном сайте организации приведена информация о линейке процентных ставок (как минимум девять значений), определенных для различных

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/en/3688066/3688089/index.html>

акторов экономической системы и, в том числе, зависящих от срока кредитования⁸. В том же документе отмечено, что движение к такой системе было достаточно продолжительным (около 30 лет) и неокончательным, поскольку внешняя среда динамична и потребности реального сектора в денежных средствах постоянно меняются.

А вот еще одно любопытное исследование от МВФ. Исследовательская группа этой организации с использованием гибридных байесовских VAR моделей проанализировала влияние роста денежной массы для Еврозоны и США на индекс потребительских цен. Для расчетов использовались квартальные данные с I квартала 1971 г. по IV квартал 2022 г. для Еврозоны и с I квартала 1961 г. по IV квартал 2022 г. для США⁹.

На рис. 2 и 3 видно, что незначительная связь присутствовала до 1980-х гг., а с начала 1990-х гг. она резко ослабла и практически отсутствовала до 2022 г., когда с одной стороны резко выросло предложение денег, а с другой — произошли серьезные изменения в глобальных цепочках поставок. Полученные результаты демонстрируют определенный цинизм в транслируемых для развивающихся стран установках (о крайней нежелательности эмиссии денежных средств), в то время как страны метрополии, пренебрегая собственными же рекомендациями, обеспечивают необходимый для развития уровень монетизации своих экономических систем.

Много лет доктринальная установка МВФ по отношению к развивающимся странам заключалась в том, что

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3730276/4364384/index.html>

⁹ Helge Berger, Sune Karlsson, and Pär Österholm (2023): A Note of Caution on the Relation between Money Growth and Inflation // International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/23/137, June 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/06/30/A-Note-of-Caution-on-the-Relation-Between-Money-Growth-and-Inflation-534322>.

ни в коем случае нельзя увеличивать денежную массу, потому что это неизменно будет приводить к инфляции. А опубликованный отчет показывает, что никакого влияния нет, кроме последнего 2022 года, когда произошли глобальные изменения производственных и торговых цепочек, и в итоге неконтролируемый вброс денежной массы привел к всплеску инфляции. Но это касалось только последнего года. Вся остальная поверхность — вы видите, она практически ровная.

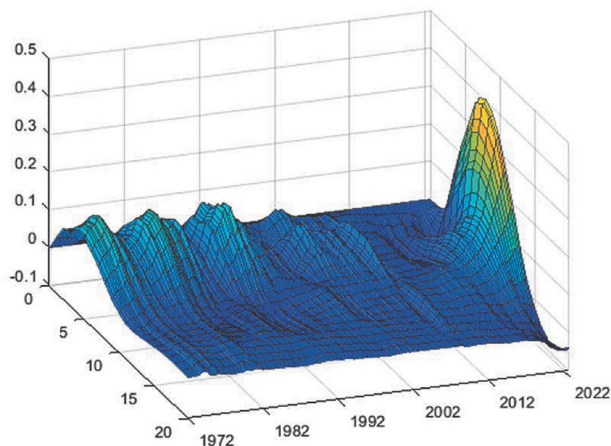


Рис. 2. Влияние роста денежной массы на инфляцию в **евроzone**, рассчитанное с помощью функции, оценивающей реакцию на импульс. Сила импульса — одно стандартное отклонение от среднего, а эффект измеряется в процентах и отложен по вертикальной оси. Временные интервалы измеряются в кварталах и обозначены на горизонтальной оси. Все данные рассчитаны авторским коллективом МВФ с использованием байесовской VAR модели (оригинал рисунка опубликован в работе «A Note of Caution on the Relation between Money Growth and Inflation»)

У нас же денежная масса на текущий момент в три раза ниже среднемирового уровня, и опять-таки это в силу упомянутой доктринальной установки. И хотя она с 01.01.2022 выросла на 19,3 (!) трлн рублей, что в 3,1 раза превышает объем эмиссии за 2021 г. и в 2,8 раза за 2020 г.¹⁰, потенциал для дальнейшего

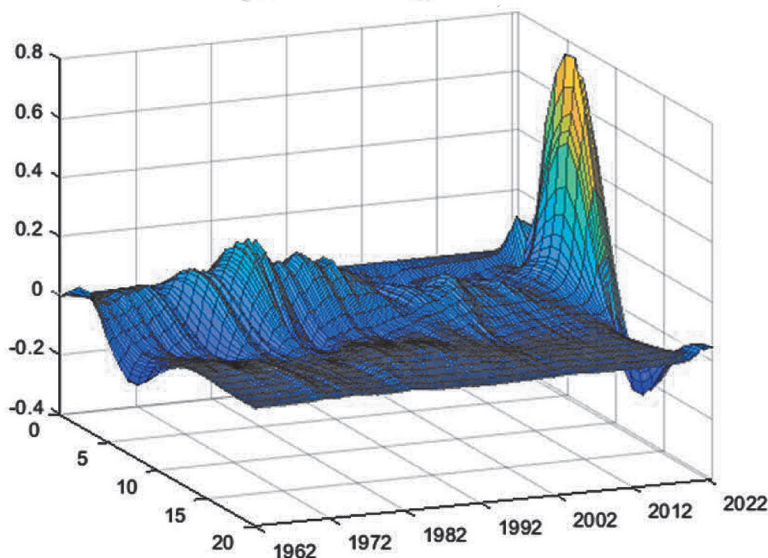


Рис. 3. Влияние роста денежной массы на инфляцию в США, рассчитанное с помощью функции, оценивающий реакцию на импульс. Сила импульса – одно стандартное отклонение от среднего, а эффект измеряется в процентах и отложен по вертикальной оси. Временные интервалы измеряются в кварталах и обозначены на горизонтальной оси. Все данные рассчитаны авторским коллективом МВФ с использованием байесовской VAR модели (оригинал рисунка опубликован в работе «A Note of Caution on the Relation between Money Growth and Inflation»)

¹⁰ Данные ЦБ РФ: <https://cbr.ru/statistics/ms/>

увеличения еще очень большой, поскольку уровень монетизации экономики нашей страны — один из самых низких в мире и почти в три (!) раза ниже среднемирового уровня (табл. 4).

Таблица 4

Денежная масса по странам мира в 2022 г., в % ВВП¹¹

Гонконг (Китай)	454,7
Макао (Китай)	340,4
Япония	281,3
Китай	211,9
Южная Корея	164,9
Великобритания	163,4
Сингапур	150,3
МИР	142,9
Вьетнам	140,6
Малайзия	137,5
Австралия	137,5
Кувейт	120,6
ОАЭ	115,2
Катар	114,1
Иордания	113,3
Новая Зеландия	112,0
Бразилия	111,2
США	110,6
Израиль	104,8
Индия	87,9
Швеция	87,7
Польша	78,0
Норвегия	77,3
Россия	57,5

¹¹ <https://data.worldbank.org>

Считается, что увеличение эмиссии неизменно должно привести к инфляции. Хотя наши расчеты в ЦЭМИ РАН, которые мы неоднократно проводили, показывают, что это не так.

Более того, это видно даже по результатам простого статистического сопоставления. В табл. 5 приведены данные о росте денежной массы в двух временных периодах. Видно, что во время ее резкого увеличения ВВП нашей страны в долларовом выражении вырос почти в 12 раз и темпы его роста в разы превышали среднемировые. Ситуация в корне поменялась во второй временной период, когда прирост денежной массы резко снизился и она перестала осуществлять балансировку между различными механизмами экономической системы, инвестиционными потребностями, объемом товаров и услуг. Это дополнительно подтверждает тезис о том, что экономический рост невозможен без соответствующего роста денежной массы.

Таблица 5

Данные о росте денежной массы и ВВП в России¹²

	1999–2013	2013–2022
Рост денежной массы М2	60 раз	3 раза
Рост ВВП в рублях	18 раз	2 раза
Рост ВВП России в долларах США	11,7 раза	-20%
Рост мирового ВВП в долларах США	2,3 раза	24%
Рост ВВП России по ППС в долларах США	430%	28%
Рост мирового ВВП по ППС в долларах США	230%	39%

¹² Составлено А.В. Подойницыным и А.Р. Бахтизиным на основе данных ЦБ РФ и Всемирного банка.

Одна из навязанных извне догм заключается в том, что денежная эмиссия является причиной инфляции, а желаемых целей по увеличению темпов роста экономики достигнуть она не поможет. Эта установка подкрепляется расчетами, осуществляемыми с помощью модельных комплексов, большинство из которых навязываются международными организациями (МВФ и др.) в качестве стандартных инструментов для осуществления прогнозов и сценарного анализа.

Как правило, это модели общего равновесия, либо модели векторной авторегрессии. Используемые инструменты неплохие, но, к сожалению, в периоды пертурбаций в экономических системах, в большинстве случаев они не способны давать адекватные результаты.

Какой вывод можно сделать, проведя вычислительные эксперименты с использованием таких моделей? Если напрямую повысить уровень монетизации или снизить ставку Центрального банка в нашей стране, то пересчет уравнений модели приведет к повышению инфляции и снижению темпов экономического роста.

Почему так? Потому что «защитые» в них коэффициенты определяют одностороннюю возможность распределения финансовых потоков, что порождает миф о невозможности освоения дополнительных эмиссионных средств российской экономикой в силу ее отсталости.

Однако расчеты, выполненные под руководством Якунина В.И., Бахтизина А.Р., Макарова В.Л. и Сулакшина С.С., показали, что повышение уровня монетизации экономики, увеличение инвестиций в основные фонды, поддержка наукоемких отраслей, выравнивание регионального развития не только способствуют экономическому росту, но и снижают инфляцию.

Мы в ЦЭМИ РАН под нашим с В.Л. Макаровым руководством и вместе с нашим коллегой С.Д. Бодруновым недавно опубликовали работу в издании с говорящим названием «Что делать?»¹³, где определили приоритеты для развития нашей страны. Это развитие производств с высокой добавленной стоимостью (причем все эти меры были оценены с помощью соответствующих моделей), это развитие обрабатывающих производств, строительства. Более подробная разбивка с использованием расширенного межотраслевого баланса показывает наиболее приоритетные отрасли промышленности с точки зрения их мультипликативного влияния на валовый выпуск. Среди них наибольший синергетический эффект — у (1) авиационной, (2) автомобильной, (3) ракетно-космической промышленности, а также у (4) отраслей, создающих новые материалы.

Кроме того, *диверсифицированная экономика* способствует стимулированию роста, созданию новых рабочих мест, повышает уровень национальной безопасности (практически все расчеты с моделями торговых войн показывают большую защищенность таких экономик в случае атаки). Но развитие этих отраслей невозможно без государственного планирования.

Крайне необходимы инвестиции с инфраструктуру (транспортную, энергетическую и телекоммуникационную). Коллеги уже говорили, крайне важно дорожное строительство. Наши расчеты также показывают, что это необходимая мера, которая даст дополнительный импульс к темпам экономического роста.

¹³ Макаров В.Л., Бахтизин А.Р., Бодрунов С.Д. К вопросу об основных направлениях стратегии социально-экономического развития России: обоснование предложений и оценка последствий // Издание «Что делать?», выпуск № 4, 2023 г., с. 5–79.

Также важно межрегиональное сглаживание. В числе механизмов решения обозначенной проблемы — предоставление налоговых льгот депрессивным регионам, а также субсидий и иных целевых трансфертов из федерального бюджета. Региональное выравнивание важно не только для сглаживания перекосов в уровне жизни населения, но и является одним из катализаторов экономического роста. Наши расчеты показали, что изменение структуры налоговых сборов между уровнями бюджетной системы страны, с учетом дифференциации регионов по уровню развития, при неизменном объеме средств консолидированного бюджета, позволяет получить до 0,5% дополнительного ежегодного прироста ВВП страны. Иными словами, более справедливое перераспределение средств, улучшение бюджетной самообеспеченности регионов и сосредоточение ресурсов на программах регионального значения, более выгодно не только для отдельных регионов, но и для страны в целом.

Необходимо налоговое маневрирование, связанное с модификацией текущей системы налогообложения, которая будет дифференцирована в зависимости от доходов. В ключевых странах мира: в Китае, в США, Индии — практически у всех многоступенчатые системы, кроме России. Формально у нас тоже двухступенчатая, 13 и 15% НДФЛ, но если сравнивать с мировыми лидерами, то у большинства из них максимальное значение подоходного налога превышает 40%. А вот если привести ее в соответствии с общепринятой шкалой тех стран, на которые мы ориентируемся, то это придаст дополнительный импульс для темпов экономического роста. Также имеет большое значение изменение структуры налоговых сборов. И можно получить дополни-

тельный прирост ВВП без дополнительной эмиссии, просто за счет механизма более справедливого распределения налоговых сборов между уровнями бюджетной системы.

Сергей Дмитриевич в начале нашей встречи говорил про темные тучки, которые сгущаются. К сожалению, у меня поводов для оптимизма нет, потому что я читаю аналитику МВФ и ВБ, и, в общем-то, радужной картины они не рисуют. Наверное, те тенденции, о которых аналитики неоднократно высказывались, к сожалению, в ближайшие годы будут сохраняться. В первую очередь продолжится давление США, которое, скорее всего, будет сконцентрировано в нашу сторону. Основные инструменты давления США на периферийные страны следующие:

1. Сбор технологической ренты (установление завышенных цен на высокотехнологические товары).

2. Давление на отрасли промышленности посредством квотирования выбросов.

3. Информационное воздействие на зависимые страны через СМИ, навязывание нужной для США повестки; составление ангажированных социально-экономических прогнозов, корректирующих в худшую сторону поведение инвесторов.

4. Установление невыгодного обменного курса (это влечет невыгодное обслуживание долга и др.).

5. Регулирование денежной массы посредством навязанной денежно-кредитной политики, способствующее снижению темпов экономического роста.

6. Биологические атаки (провоцирование различных заболеваний и раздувание этого процесса через СМИ с целью блокирования работы организаций здравоохранения и повышения уровня смертности).

7. Инвестиционная активность, направленная на захват стратегически важных предприятий и извлечение сверхприбыли, уходящей в метрополию.

8. Способствование понижению оплаты труда в зависимых странах.

9. Перенос производств с низкой добавленной стоимостью в зависимые страны (в первую очередь это касается отраслей по добыче сырья и низкой степени переработки).

10. Неэквивалентный товарный обмен (скупка чужих ресурсов по низким ценам и продажа своих товаров по высоким).

11. Провоцирование военных конфликтов с последующей продажей враждующим странам вооружений (зачастую устаревших), а также продовольствия, материалов и оборудования для послевоенного восстановления.

12. Создание условий, благоприятствующих финансовым спекулянтам.

13. Завышение ставок центральных банков, способствующих заимствованиям в США невыгодным в долгосрочном периоде и др.

И мы неоднократно публиковали последствия таких воздействий. Последняя статья у нас вышла в «Экономических стратегиях» совсем недавно, в 2023 году, под названием «Гибридные войны в макроэкономической суперсистеме XXI века»¹⁴. В конце августа мы общались с коллегами из Шанхая относительно перспектив развития мировой экономики, и они считают, что в информационном пространстве все чаще разгоняется мысль о неизбежности конфликта

¹⁴ Бахтизин А.Р., Макаров В.Л., Логинов Е.Л., Хабриев Б.Р., Ву Цзе, Ву Зили. Гибридные войны в макроэкономической суперсистеме XXI века // Экономические стратегии. 2023. №2(188). С. 6–23. DOI: <https://doi.org/10.33917/es-2.188.2023.6-23>.

между Китаем и Тайванем в ближайшие несколько лет. Причем приводятся различные оценки. Кто-то называет два года, кто-то — три. Но 90% представителей международного бизнеса и опрашиваемых экспертов говорят, что это противостояние случится точно в течение ближайших пяти лет. Поэтому, анализируя опыт России, нужно принимать во внимание, что давление США и на Россию, и на Китай будет, к сожалению, только возрастать. Поэтому мы будем развивать те меры, которые вместе с Сергеем Дмитриевичем обозначили в книге, и делиться своими результатами.