

УДК 336.1

А.Г. Алтунян

## **ПРИОРИТЕТЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В СИСТЕМЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ СТРАНЫ**

Санкт-Петербургский государственный университет, г. Санкт Петербург

Предпринята попытка формирования новой стратегии денежно-кредитного регулирования, которая бы содействовала устойчивому развитию российской экономики и обеспечению экономической безопасности страны. С этой целью оцениваются влияние процентной ставки на динамику инвестиций, денежной массы на экономику. Автор делает вывод, что в условиях низких темпов экономического роста в России особую актуальность приобретает вопрос о перспективах его стимулирования инструментами монетарной политики в условиях нарастающих технологических вызовов, и обострения геополитической ситуации. Материалы статьи докладывались на VII Международной конференции «Экономическая безопасность России: проблемы и перспективы» в Нижнем Новгороде в мае 2019 г. Статья подготовлена при финансовой поддержке РФФИ (проект 19-010-00751\19).

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, налогово-бюджетная политика, экономический рост, таргетирование инфляции, процентная ставка, денежная масса, инвестиции.

Согласно утвержденным Банком России «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020-2021 гг.» целью денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции на уровне 4%, а базовый сценарий предполагает темпы роста экономики на уровне 1.2-1.7% в 2019 г. 1.8-2.3% в 2020 г. и 2-3% в 2021 г. [1]. Исходя из этого, плановые параметры денежно-кредитной политики на ближайшие три года не предполагают использование имеющихся резервов форсированного экономического роста, в связи с утверждением о загрузке производственных мощностей на уровне близком к потенциальному. В этой связи денежно-кредитная политика концентрируется на сдерживании роста инфляции для обеспечения ценовой стабильности в экономике.

Позиция официальных властей по этому вопросу сводится к консервативной макроэкономической политике, как условию возобновления экономического роста. Аргументы основываются на объяснении появления инфляции при денежном стимулировании и низкой эффективностью бюд-

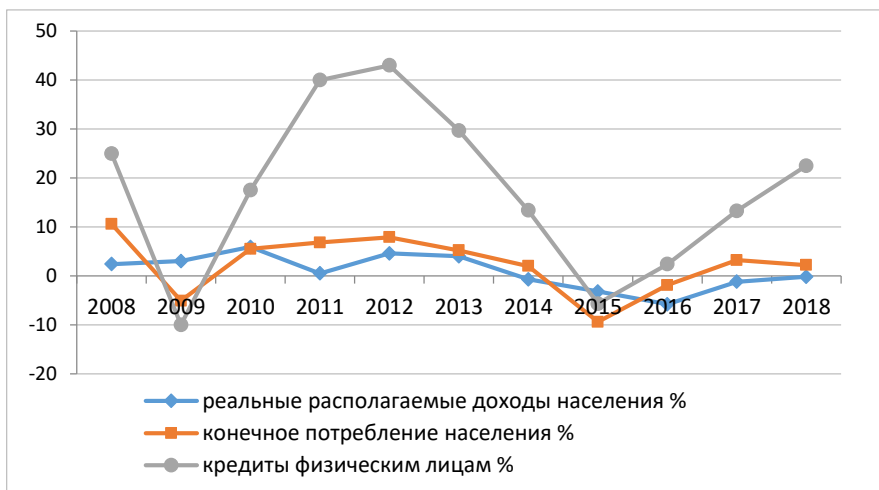
жетных расходов при отсутствии трудовых и производственных резервов. Меры количественного смягчения не обеспечат качественного изменения ситуации и бюджетное стимулирование окажет краткосрочный эффект.

Хотя по данным же Росстата показатели производительности труда в России ниже чем в любой стране ЕС в среднем в два раза. Средний уровень недогрузки производственных мощностей в обрабатывающей промышленности 36%, в добыче полезных ископаемых 28%. Использование этих резервов требует значительного роста инвестиций. В условиях низких темпов экономического роста в России особую актуальность приобретает вопрос о перспективах его стимулирования инструментами бюджетной и денежно-кредитной политики. В этой связи активизировалась дискуссия среди экономистов о необходимости скорейшего перехода к новой модели развития в условиях нарастающих технологических вызовов, и обострения геополитической ситуации.

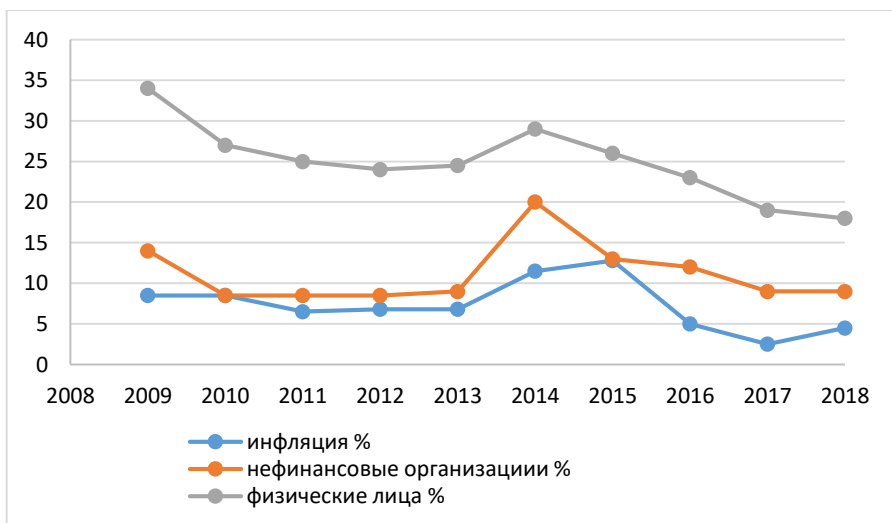
Центральный банк воздействует на инфляцию, управляя внутренним спросом через процентные ставки. Процентная политика Банка России в условиях режима таргетирования инфляции сосредоточена исключительно на дезинфляции, а не на создании необходимых условий для стимулирования совокупного спроса. Экономическую динамику можно охарактеризовать как инерционную, так как ее ускоренному варианту развития сдерживают ограничения на рост потребительского и инвестиционного спроса. Попробуем разобраться в этих компонентах совокупного спроса и влияния на них процентных ставок.

Реальные располагаемые денежные доходы населения по итогам 2016 года снизились на 5,8%, в 2017 г. упали на 1,2%, а в 2018 г. упали на 0,2%. Накопленная глубина их сжатия за пять лет превысила 11%. Темпы роста кредитования населения в 2017-2018 гг. были медленнее чем в период кредитного бума 2011-2012 гг. Вызывает опасение рост кредитования населения (рис. 1): за 2018 год составившего 23% против 11% в 2017 г. Хотя эти темпы вдвое меньше, чем в 2011-2012 гг. Нынешний рост не поддержан увеличением реальных доходов населения. В условиях стагнации реальных доходов населения, возможно и в целях их компенсации, увеличилось кредитование населения. Но даже с опорой на этот фактор потребительский спрос растет слабо. Дальнейшее расширение потребительского спроса за счет увеличения кредитования, как в 2018 году, представляется маловероятным, с учетом планов ЦБ ограничения кредитования физлиц, и исчерпанием кредитных лимитов домашних хозяйств. Отложенный спрос высокодоходных групп населения реализован, а низкодоходные группы населения сильно закредитованы и дальнейшее наращивание уровня долговой нагрузки для них может вызвать кризис неплатежей в банковской системе. В результате отношение накопленного долга по всем кредитам физическим лицам к располагаемым доходам населения достиг-

ло в 2018 году максимума 29,4%. Максимального значения достигло и отношение потребительской задолженности к ВВП -14,4%.



**Рис. 1. Динамика потребительского спроса, реальных доходов населения и кредитов физическим лицам в % к предыдущему году**



**Рис. 2. Реальная средневзвешенная % ставка по кредитам физическим лицам и нефинансовым организациям**

Источник: Годовой отчет Банка России за 2010, 2012, 2014, 2016, 2017 и 2018 гг.

Относительная стагнация доходов населения влияет на внутренний рынок – он не дает стимулов вкладываться в экономику, проводить масштабные инвестиции бизнесу. Со стороны частного бизнеса спрос на деньги сегодня очень слаб. Цена денег для нефинансовых организаций остается на более высоком уровне, чем рентабельность большинства отраслей обрабатывающей промышленности. Причем реальные ставки остаются высокими, что создает неравные условия для российского реального сектора, ухудшая его конкурентные позиции на мировых рынках. Процентные ставки по кредитам нефинансовым организациям выше порога рентабельности большинства инвестпроектов. В 2018 г. средняя процентная ставка по кредитам нефинансовому сектору в России составляла 9%, что в 2-2,5 раза выше, чем в Китае и в США (рис. 2).

Среди факторов, влияющих на снижение склонности к инвестированию помимо низкого уровня внутреннего спроса и высокого уровня процентных ставок можно отметить и неопределенность экономической ситуации. В условиях, свойственной для российской экономики, превышения сбережений над инвестициями важную роль играет улучшение инвестиционного климата и снижение уровня неопределенности экономической политики. Растущие налоги, давно стагнирующий внутренний рынок, отсутствие государственной стратегии экономического развития – ничто не дает простора для инвестиционных планов.

По состоянию на 2018 г. финансирование капитальных вложений российских предприятий осуществлялось на 52% за счет собственных средств и только на 10,8 % за счет кредитных ресурсов. Наблюдается снижение склонности к инвестированию из прибыли, соотношение объема инвестиций и прибыли по номиналу, за первое полугодие 2018 г. составило 72% против 128% за 2017 год, несмотря на рост источников самофинансирования инвестиций: рост балансовой прибыли экономики за первое полугодие 2018 г. на 35% оказался выше аналогичного периода 2017 г.

В условиях падения спроса на продукцию российских товаропроизводителей в 2014–2018 гг. произошло снижение выручки бизнеса и падение реальных доходов населения. В то же время снижение спроса на кредит привело к накоплению свободных средств бизнеса и населения в российских банках. Результатом стало накопление избытка ликвидности на банковских счетах и возникновение ее структурного профицита в банковской системе РФ, который начал отмечаться в России с 2017 года и в 2018 г. достиг 4,2 трлн рублей почти 5% ВВП. Как результат – чистая доналоговая прибыль превысила в 2018 году 1,3 трлн рублей. Потенциал неиспользуемых средств весьма высок. Несмотря на бурное развитие банковской системы и рост доверия населения к ней, суммарные активы банков по отношению к ВВП с 2015 г. по 2018 г. сократились с 99% до 91%.

Совокупный объем кредитов экономике (нефинансовым организациям и физическим лицам) в 2018 году достиг 48 трлн рублей. Соотношение кредитов экономике к ВВП составляет 46,5%. Отметим, что финансовый результат банковского сектора РФ в 2015–2018 годах вырос в семь раз, тогда как финансовый результат предприятий РФ (без субъектов малого предпринимательства) повысился всего на 40%.

*Таблица 1*

**Основные показатели банковского сектора России за 2011–2018 гг.**

Год	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Показатель								
Активы банков к ВВП, %	74,9	80,1	86,8	108,7	99,7	93,0	92,5	90,8
Доля кредитов экономике в ВВП, %	44,5	48,1	49,0	57,2	52,8	47,7	45,6	46,5
Доля кредитов экономике в активах банков, %	59,4	60,0	56,5	52,6	52,9	51,3	49,1	51,3
Прибыль банковского сектора в млрд руб.	848,2	1011,8	993,5	589,1	191,9	929,6	789,6	1344,8

*Источник:* годовой отчет Банка России за 2012, 2014, 2016, 2017 и 2018 гг.

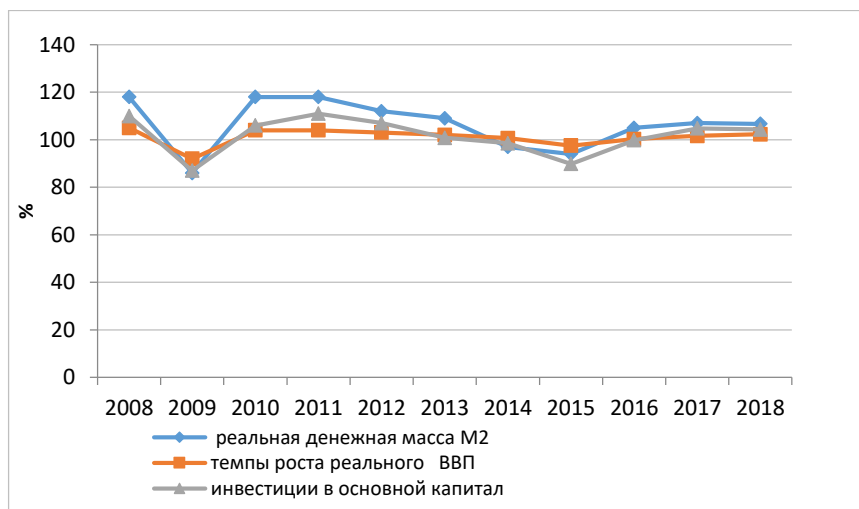
Банковская система не выполняет функцию перераспределения денег и способна обеспечивать только текущую деятельность, но не долгосрочную. Наличие структурированного развитого и конкурентного финансового сектора выступает необходимым условием достижения устойчиво низких темпов роста цен. У нас же наблюдается концентрация финансов в узком сегменте банковского сектора реализуемая политикой ЦБ. Для диверсификации экономики требуются долгосрочные кредиты за счет увеличения собственных средств и привлечения длинных пассивов.

В России все деньги сосредоточены в основном в бюджете и в банках. Преобладание «коротких» денег при острейшем дефиците «длинных» денег приводит к повышенной волатильности всех финансовых показателей, включая валютный курс. Такой волатильности нет ни в одной стране. И это служит большим препятствием для нормального развития нашей экономики.

Достижение целевого уровня по инфляции за счет интересов насе-

ления и реального сектора экономики может впоследствии привести к обратным последствиям. Снижение темпов инфляции за счет денежного сжатия вопреки прогнозам финансовых властей ведет не к росту инвестиционной активности, а к ее снижению [2].

Поэтому для ЦБ очень важно выдерживать тонкую грань между стимулированием роста экономики и недопущением увеличения инфляции. Необходимо расширять и удешевлять кредитование, не боясь ускорения инфляции [3]. Сжатие денежной массы в реальном выражении всегда приводило к падению ВВП. Корреляция между реальной денежной массой (РДМ) и реальным ВВП в нашей экономике очень высокая это наглядно показано на графике. ВВП России очень сильно зависит от реальной денежной массы (рис. 3).



**Рис. 3. Динамика реальной денежной массы М2, инвестиций и темпов роста реального ВВП в %**

Источник: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/accounts/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/)

Мягкая денежно-кредитная политика Центробанка России в 2000–2008 годах, когда денежная масса росла ежегодно на 40–50% и реальные процентные ставки для нефинансового сектора были в отрицательном диапазоне, обусловила высокие темпы экономического роста. В острой фазе кризиса с июля 2008 года по январь 2009 года денежная масса сократилась на 22%. Замедляться темпы прироста реальной денежной массы начали еще в 2007 году. Но в октябре 2008 г. темпы роста РДМ резко упали – с 7 до 1%. Причина: валютные интервенции ЦБ. Падение ВВП в

России в 2009 году составило – 7,8%. 2014 год. В марте 2014 года темпы вновь резко снизились – с 6 до 1,5%. И опять главная причина – валютные интервенции. Рост производства прекратился, а в 2015 году, произошло падение ВВП на 2,5%. Сейчас в реальном выражении темпы роста денежной массы упорно замедляются и находятся уже на предкризисном уровне. 2019 год. На 1 февраля темпы прироста реальной денежной массы упали до 4,7%, а на 1 марта опустились еще ниже, до 4,4%. Если ситуация будет развиваться так же, как в описанных выше эпизодах, то нас ожидает очередной кризис. С инфляцией надо бороться, но только делать это надо не путём её сжатия.

Политика бюджетной и денежно-кредитной стерилизации с формированием структурного профицита ликвидности в РФ, несмотря на незначительное снижение процентных ставок, делает кредитные ресурсы невосстребованными и тормозит потенциал финансирования, что в целом затрудняет развитие отечественной экономики.

Неучастие денежных властей в управлении экономическим ростом приводит к неоправданно низкой доступности денег в промышленном секторе и существенному накоплению средств в финансовом. Сдерживающее влияние на внутренний спрос оказывает, также бюджетная политика, которая направлена на сокращение расходов. Во многих странах для стимулирования экономического роста используют бюджетный дефицит. В РФ на 2019-2021 гг. запланирован профицит государственного бюджета, представляющий собой инструмент изъятия средств из экономики и выступающий фактором замедления роста экономики.

Помимо этого, Минфин России в 2018 году, выполняя бюджетное правило, потратил на покупку валюты около 2 трлн рублей, направив их в Фонд национального благосостояния, тем самым изъяс деньги из экономики. Однако достижение профицитности бюджета не является еще признаком успешного развития экономики.

Хоть перед нами и стоят амбициозные задачи в достижении темпов роста выше мировых, предлагаемые меры по формированию источников могут вызвать негативные последствия. Так с 1 января 2019 года увеличен НДС с 18 до 20%, что по расчетам финансового руководства должно привести в бюджет ежегодно дополнительно 600-750 млрд рублей. Рост НДС может привести к инфляции, к дальнейшему снижению реальных доходов населения, сокращению внутреннего спроса и замедлению темпов роста экономики. Поскольку основную нагрузку от повышения НДС будут испытывать отрасли с высокой добавленной стоимостью, это снизит их вклад в экономический рост и затормозит развитие добывающих отраслей, сохранив сырьевую направленность нашей экономики. Необходимо отметить, что в Китае в этом году принято решение о масштабном сокращении

налоговой нагрузки за счет снижения налога на добавленную стоимость и отчислений на социальное страхование. Так по планам правительства КНР ставка НДС для отраслей обрабатывающей промышленности с 1 апреля будет снижена с 16 до 13%, а для сферы транспорта, строительства и других отраслей с 10 до 9%.

В России недостаток не только спроса, но и предложения. Экономический рост должен быть ориентирован также и на производственный сектор. На протяжении долгого времени растущий спрос в российской экономике в основном покрывался ростом цен и лишь в меньшей степени – ростом выпуска. Приоритетом национальной финансовой системы должен стать реальный сектор собственной экономики.

Существующая модель экономического развития в России не обеспечивает стимулирование обрабатывающей промышленности, развитие реального сектора экономики и эффективное распределение ресурсов между секторами экономики и социальными группами населения. Реализация двенадцати национальных проектов обеспечит преимущественно развитие «экономики услуг», а не промышленного производства. Идеологи либеральных реформ выстраивают модель «экономики услуг» направленную на получение прибыли для акционеров, а не обеспечение роста промышленного производства. Есть опасность, что государственные инвестиции на выполнение национальных проектов могут вылиться в очередную задачу освоения бюджетных денег и обеспечение роста «экономики услуг», а не роста отечественного промышленного производства. Если не управлять процессом распределения ресурсов в экономике, труд и капитал будут перетекать из обрабатывающих отраслей в добывающие, торговые-посреднические, из реального сектора в финансовый. Переливом ресурсов вследствие институционального и структурного разрыва, необходимо действительно управлять, нужен инструмент планирования. Российские банки в отсутствии механизмов планирования и ограничения ведут себя как обычные структуры по увеличению прибыли, а в условиях высокой волатильности валютного курса их деятельность сосредоточена в финансовом секторе, а не в реальном.

В этой связи необходимо сформировать новую стратегию денежно-кредитного регулирования, которая бы содействовала устойчивому развитию российской экономики и обеспечению экономической безопасности страны. Обеспечение ценовой стабильности должно быть главной, хотя и не единственной целью ЦБ. Пока же правительство выбрало главный приоритет экономической политики обеспечение финансовой устойчивости и предотвращение дестабилизации, с учетом неустойчивости динамики цен на углеводороды и обострения геополитической ситуации.

Если бы российская политическая элита 1990 г. вместо того чтобы



перенимать западную модель потребления, скопировала западную систему производства, то экономические условия в стране были бы значительно лучше [4]. Кроме того, в перспективе поддержания устойчивого экономического роста важно решить проблему справедливого распределения, выраженную в сильном расслоении общества и нарушении социальной стабильности. Низкая инфляция достигается за счет обнищания населения, сокращения платежеспособного спроса населения, реальных располагаемых доходов, за счет высушивания экономики. Инфляция должна оставаться на низком уровне не только за счет сокращения спроса. Рост неравенства в распределении доходов, предполагающий увеличение склонности к сбережению богатой части населения и снижение потребительского спроса со стороны бедной части населения, приводит к долговременной стагнации. Для развитых стран при условии высокой долговой нагрузки снижаются возможности стимулирования совокупного спроса мерами налогово-бюджетной политики. Для российской же экономики с низкими стандартами и структурой потребления домохозяйств и недофинансированием инвестиционных проектов посткейнсианские рекомендации весьма значимы и актуальны. В условиях стагнации доходов населения стимулировать экономический рост представляются трудно достижимым.

Как отмечает лауреат нобелевской премии по экономике Дж. Стиглиц: «Нельзя оживить рост экономики за счет экономии связанной со снижением спроса, что приводит к еще большему снижению производства и занятости». Основная цель денежно-кредитной политики – это безработица, а не инфляция. Давно стоит на повестке дня, и значение этого вывода резко актуализируется в последнее время, поскольку во многих странах мира продолжают действовать сугубо монетаристские рецепты подавления немонетарной инфляции монетарными методами [5].

По мнению же Л. Эрхарда: «Покупательский спрос должен умеренно опережать производственные возможности» [6].

Удачное и полное объяснение повышения темпов роста в ведущих странах дал Н. Рубини: «Нынешнее ускорение темпов роста экономики вызвано увеличением совокупного спроса, ставшего результатом продолжающейся экспансионистской монетарной и бюджетной политики, а также повышением уровня деловой и потребительской уверенности» [7]. Такие важные финансовые проблемы, как преодоление дефицита бюджета, снижение инфляции, сохранение приемлемого объема госдолга и т. д., являются вторичными и могут быть решены только на фоне высоких темпов роста российской экономики.

Оценивая положения Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на предстоящие три года, можно отметить, что она сохранит умеренно жесткий сценарий. Ее следствием станет

новый виток стагфляции, деградации экономики и падения уровня жизни. Необходимо использовать в качестве целевого ориентира – не только уровень инфляции, но и прирост инвестиций, уровень занятости и темпы экономического роста.

Потенциал подъема экономики России существует, но мешает идейная разобщенность в теоретических подходах. Надо учиться у реальности, а не опираться на теорию, оторванную от действительности. В такой ситуации с учетом особенностей российской экономики наиболее адекватным представляется выбор следующих приоритетов для монетарной политики

- монетарная политика должна способствовать экономическому росту, а не служить средством борьбы с инфляцией. Жесткую привязку денежно-кредитной политики лишь к одной цели таргетирования инфляции, реализуют далеко не все страны. Такие важные финансовые проблемы, как преодоление дефицита бюджета, снижение инфляции, сохранение приемлемого объема госдолга и т. д., являются вторичными и могут быть решены только на фоне высоких темпов роста российской экономики.

- ЦБ целесообразно придерживаться увязки возможного диапазона инфляции и экономического роста. Принципиальным становится не просто снижение инфляции, а рост инвестиционной активности за счет кредитной составляющей. Стимулировать потребительский и инвестиционный спрос за счет снижения процентной ставки, формировать денежное предложение не за счет привязки золотовалютным запасам, а под выпуск ценных бумаг

- на период восстановления экономического роста отказаться от избыточного консервативного «бюджетного правила», увеличить бюджетные расходы и повысить госдолг ради инвестиций в образование, здравоохранение и другие структурные реформы. Суммы увеличения бюджетных расходов должны быть примерно в равных объемах направлены на рост бюджетных инвестиций и реальных денежных доходов населения

- национальная экономика, в первую очередь должна опираться на внутренний спрос, как главный источник роста. Практика привязки денежного предложения к внешним источникам, без учета потребностей национальной экономики, определяет неэффективность действующего трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Необходимость преобладающей роли национальных внутренних факторов в формировании основ монетарной политики.

Пока сырьевых доходов хватает для поддержания ощущения некой стабильности, возникает риск продолжения бездействия, который может стать критичным для отечественной экономики.

**Библиографический список**

- [1] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов. Центральный Банк Российской Федерации, 2018. – С. 128.
- [2] Лякин, А.Н. Российская экономика после восстановления: временное замедление или новая траектория роста // Вестник С.-Петерб. ун-та. Серия. 5. Экономика. – 2013. – № 4. – С. 55–70.
- [3] Алтунян, А.Г. Приоритеты монетарной политики в контексте национальных интересов // Вестник С.-Петерб. ун-та. Серия 5. Экономика. – 2015. – № 1. – С. 103–115.
- [4] Рейнерт, Э.С. Спонтанный хаос: экономика эпохи рецессии / Э.С. Рейнерт. – М., 2017. – 190 с.
- [5] Стиглиц, Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Стиглиц. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.
- [6] Эрхард, Л. Полвека размышлений. Речи и статьи / Л. Эрхард. – М., 1993. – 608 с.
- [7] Roubini, N. The mystery of missing inflation. Project Syndicate. September 13.2017.

**A.G. Altunyan**

**PRIORITIES OF MONETARY POLICY IN THE SYSTEM  
OF ECONOMIC SECURITY OF THE COUNTRY**

St. Petersburg State University, St. Petersburg, Russia

**Abstract.** This article attempts to form a new strategy of monetary regulation, which would contribute to the sustainable development of the Russian economy and ensure the economic security of the country. To achieve this goal the impact of the interest rate on the dynamics of investment and money supply on the economy is estimated. The author concludes that in the conditions of low rates of the economic growth in Russia the question of prospects of its stimulation by the instruments of the monetary policy in the increasing technological challenges and aggravation of a geopolitical situation has become crucial. The stuff of the article was reported at the VII International Conference “Economic Security of Russia: Problems and Prospects” in Nizhny Novgorod in May 2019. The article has been prepared with the financial support of RFBR (project 19-010-00751\19).

**Key words:** monetary policy, fiscal policy, economic growth, inflation targeting, interest rate, money supply, investments.

---

**References**

- [1] The main directions of the unified state monetary policy for 2019 and the period for 2020 and 2021. Central Bank of the Russian Federation, 2018. – 128 p.
- [2] Lyakin, A.N. (2013). [The Russian economy after recovery: a temporary slowdown or a new growth path]. *Vestnik S.-Peterb. un-ta* [Bulletin of St. Petersburg. un-that. Series 5. Economics]. №. 4. pp. 55–70. (In Russ).
- [3] Altunyan, A.G. (2015). [Monetary policy priorities in the context of national interests]. *Vestnik S.-Peterb. un-ta* [Bulletin of St. Petersburg. un-that. Series 5. Economics]. No. 1. pp. 103–115. (In Russ).
- [4] Reinert, E.S. [Spontaneous chaos: the economy of the recession]. Moscow, 2017, 190 p.
- [5] Stiglitz, J. [Steep peak: America and the new economic order after the global crisis]. Moscow: Eksmo, 2011. – 512 p.
- [6] Erhard, L. [Half a Century of Reflections. Speeches and articles]. Moscow, 1993, 608 p.
- [7] Roubini, N. [The mystery of missing inflation. Project Syndicate]. September 13.2017.