



Munich Personal RePEc Archive

Monetary Policy of Quantitative Easing at the Central Bank's High Interest Rates

BLINOV, Sergey

18 August 2014

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/58008/>
MPRA Paper No. 58008, posted 18 Aug 2014 13:25 UTC

Денежная политика количественного смягчения при высоких ставках центрального банка.

Аннотация

В данной работе рассматривается возможность проведения нестандартной денежной политики количественного смягчения при высоких ставках на примере и опыте России. Ключевая ставка за 7 месяцев 2014 года повышалась Центральным Банком РФ трижды. ЦБ подвергается критике за это повышение. Но эта критика несправедлива, ведь иногда снижение ставок или отказ от их повышения приводят к негативным последствиям. К счастью, ставка не единственный и часто даже не самый эффективный инструмент успешной денежной политики. Во время самой тяжелой фазы последнего кризиса, ведущие центральные банки мира, например ФРС США, использовали не ставки (они уже были снижены практически до нуля раньше), а другой инструмент – количественное смягчение. Некоторые эксперты признают это важной инновацией Бена Бернанке, руководителя ФРС с 2006 по 2014 годы. ЦБ России может применить еще более инновационную политику – провести «количественное смягчение» не при нулевых, а при высоких ставках. Опыт «золотого десятилетия» (десятилетия бурного роста в экономике России с сентября 1998 по сентябрь 2008 года) доказывает эффективность такой денежной политики. Критерием «достаточности» количественного смягчения должна быть динамика реальной денежной массы. С июня 2014 года реальная денежная масса сокращается впервые с декабря 2009 года. Это говорит о необходимости срочных действий со стороны ЦБ. Для уверенного экономического роста необходимо такое денежное смягчение, чтобы реальная денежная масса росла темпами, не меньшими, чем целевой уровень роста ВВП. По предварительным оценкам объем необходимого смягчения находится в диапазоне 0,5-1,7 трлн. рублей. Эффект от программы может быть достигнут уже через 3-4 месяца.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, деятельность центральных банков, количественное смягчение, процентные ставки, экономический рост, денежная масса;

Классификация JEL: E31, E32, E40, E43, E50, E51, E52, E58, E65, G01, N10, O11

¹ БЛИНОВ Сергей Николаевич (blinov@kamaz.org или SeNiB2005@yandex.ru), советник Генерального директора ОАО «КАМАЗ», г. Набережные Челны.

Monetary Policy of Quantitative Easing at the Central Bank's High Interest Rates.

Abstract

This paper investigates the possibility of conducting an unconventional monetary policy of Quantitative easing (QE) at high interest rates using the example and experience of Russia. The Central Bank of the Russian Federation has raised the key interest rate on three occasions during the 7 months of 2014. The Central Bank has been coming in for criticism for such an increase. However, this criticism is unfair, as sometimes interest rate reduction or failure to raise interest rate result in adverse consequences. Luckily, interest rate is not the only and often far from being the most efficient tool of successful monetary policy. During the hardest phase of the most recent crisis, the central banks worldwide, for example, U.S. Federal Reserve System, resorted to another tool, i.e. Quantitative easing (QE), rather interest rates (which, by that time, had been virtually dropped down to zero). Some experts recognize those to be an important innovation devised by Ben Bernanke, Head of the U.S. Fed during 2006 - 2014. The Central Bank of Russia now has an opportunity of employing a still more innovative policy, i.e. to have "quantitative easing" at high interest rates rather than at zero rates. The experience of the «Golden Decade» (the decade of robust economic growth in Russia between September 1998 and September 2008) proves the efficiency of such monetary policy. The criterion for «sufficiency» of quantitative easing must be the growth rate of the real money supply. In June 2014, the real money supply decreased. That has happened for the first time since December 2009. It shows that there is a need for urgent action on the part of the Central Bank. To bring about steady economic growth, it is required that such quantitative easing be put in place as would make real money supply grow at a pace no slower than the target growth rate for GDP. According to preliminary estimate, the volume of necessary easing would be in the range between RUR 0.5 and 1.7 trillion. Such a program may make itself felt as soon as 3-4 months after its launch.

Key words: Monetary Policy, Central Banking, Interest Rates, Quantitative Easing (QE), Economic Growth, Money Supply;

JEL classification: E31, E32, E40, E43, E50, E51, E52, E58, E65, G01, N10, O11

² Sergey Nikolaevich BLINOV (blinov@kamaz.org or SeNiB2005@yandex.ru) , Advisor to General Director of KAMAZ OJSC, Russia, Naberezhnye Chelny.

Ставки в России растут

Центральный Банк РФ в 2014 году уже трижды повышал ключевую ставку. Она выросла с 5,5% в начале года до 8% в настоящее время. ЦБ подвергся критике за такое повышение ключевой ставки в то время, когда экономика находится на грани рецессии (некоторые полагают, что экономика перешла эту грань и рецессия уже началась). Это решение раскритиковали как действующие члены Правительства ([как пишет «Коммерсантъ», «решение совета директоров ЦБ от 25 июля, которым ключевая ставка была поднята до 12 сентября на 50 базисных пунктов, вызвало официальный протест Минэкономики»](#)), так и бывшие ([«Клепач раскритиковал повышение ключевой ставки ЦБ»](#)). Привычно критиковал это решение советник президента Сергей Глазьев.

В своих предыдущих публикациях автор этих строк тоже касался темы ставок (см. например, Блинов, 2014а, [«Деньги, доллар и российская рецессия»](#)), указывая на то, что высокие ставки отрицательно влияют на денежную массу. Логично было бы предположить, что и в этой статье решение ЦБ о повышении ключевой ставки подвергнется критике. Но мы поговорим о другом. О том, что критерием правильности денежной политики является вовсе не ставка ЦБ. И о том, что даже при высоких ставках денежно-кредитная политика ЦБ может быть очень эффективной.

Миф о ставке

Ставка центрального банка издавна была признана эффективным инструментом экономической политики. Люди давно заметили, что низкие ставки ведут к экономическому буму, а высокие ставки ведут к охлаждению в экономике. Традиционно, для разогрева экономики или борьбы с кризисом использовалось снижение ставок центральным банком. И наоборот, чтобы не происходило надувание так называемых «пузырей» на финансовых рынках, зачастую использовалось повышение ставок. Это делалось во избежание кризисов, которые происходили после резкого схлопывания таких пузырей.

Всё это может показаться элементарным. Надо, казалось бы, всего лишь определить желаемый темп роста экономики. И если он определен, скажем, на уровне 5% в год, то управление центральным банком выглядит проще некуда: если темп меньше 5% в год – понижай ставки, пока не достигнешь темпа роста ВВП 5%; если темп более 5% в год – повышай ставки во избежание «перегрева» экономики и роста финансовых «пузырей». Выглядит настолько просто, что, кажется, любая домохозяйка справилась бы с этим. Почти как у Маяковского: «Мы и кухарку каждую выучим управлять государством».

Но всё не так просто. Во-первых, положительно влияя на экономический рост, ставка при этом может отрицательно влиять на другие важные показатели, например, разгонять инфляцию. А во-вторых, иногда *ставка просто... не работает*. Рассмотрим оба этих случая подробнее.

Отрицательные последствия низких ставок

Ставка влияет не только на экономический рост, но и на другие макроэкономические показатели, такие как курс национальной валюты (ранее, при золотом стандарте, в роли курса выступало золотое содержание валюты), инфляцию и некоторые другие. И если низкие ставки могут помочь экономике, то они же могут повредить при этом курсу национальной валюты или разогнать инфляцию. Поэтому экономический рост не раз приносился в жертву ради стабильности валюты или ради борьбы с инфляцией.

Пример первый: «золотой стандарт» защищается высокими ставками. Во времена так называемого «золотого стандарта», почти все основные валюты, так или иначе, были привязаны к золоту, и обменивались на золото по фиксированному курсу при первом требовании держателя валюты. Ставки влияли на ситуацию таким образом, что происходил отток золота из стран, придерживающихся низких ставок, в страны с более высокими ставками. Чтобы понять это, просто представьте себя владельцем золота, и решите, куда его размещать: под высокие ставки в одной стране или под низкие в другой? В странах с низкими ставками золота становилось слишком мало, начинали возникать проблемы. Золота не хватало, чтобы выдать его всем желающим поменять валюту страны на золото. Другими словами происходила так называемая «атака» на валюту. И в целях защиты своей национальной валюты от таких «атак» Центральные банки зачастую вынуждены были повышать ставки, даже если никакого «охлаждения» экономики не требовалось.

Один из таких эпизодов произошел в США во время Великой депрессии в сентябре и октябре 1931 года. Великая Депрессия была в разгаре. В это время произошла «атака» на доллар. Заключалась она в том, что многочисленные владельцы долларов стали предъявлять их для обмена на золото (в соответствии с действовавшим тогда «золотым стандартом»). «ФРС ... сосредоточилась ... на остановке утечки резервов золота, чтобы защитить доллар ... Для стабилизации доллара Федеральная резервная система резко повысила процентные ставки, в надежде на то, что валютные спекулянты будут менее склонны ликвидировать долларовые активы. Стратегия ФРС сработала в той части, что атака на доллар пошла на убыль и приверженность США “золотому стандарту” была успешно защищена, по крайней мере на тот момент» (Б. Бернанке, «[Деньги, золото и Великая депрессия](#)»). Но на экономику, находящуюся в депрессии, повышение ставок повлияло отрицательно.

Пример второй: борец с инфляцией Пол Волкер (Paul Volcker). В 1970-е годы большой проблемой для экономики США стала инфляция, которая вдруг стала превышать невиданный ранее в мирное время уровень 10%. Особенностью этой инфляции было то, что наблюдалась она на фоне стагнации в экономике. Именно тогда и появился термин «стагфляция» означающий сочетание стагнации и инфляции. И назначенный на пост главы ФРС в 1979 году Пол Волкер объявил инфляции войну. Ставки были повышены, что немедленно вызвало жесточайшую рецессию в США. Безработица достигла уровней, невиданных со времен Великой Депрессии.

В России, как уже было сказано выше, с начала 2014 года ключевая ставка ЦБ повышалась трижды и поднялась с 5,5% до 8% в настоящее время (эти строки написаны в августе 2014 года). И замысел у руководства ЦБ России абсолютно такой же, как в перечисленных выше двух примерах. Так же как в первом примере повышение ставок должно помочь отбить «атаку» на рубль (роль золота «исполняют» доллар и евро). И так же как во втором примере, повышение ставок, по замыслу руководства ЦБ, призвано обуздать инфляцию, которая выше целевых уровней, обозначенных Центробанком. Всё выглядит так, что у ЦБ достаточно причин повышать ставки.

Итак, мы увидели, что в некоторых случаях снижение ставок (и даже их сохранение на текущих уровнях, т.е. отказ от повышения ставок) является или, как минимум, считается крайне нежелательным, даже если снижение ставок требуется для роста экономики.

Иногда ставки не работают

Но иногда использование ставок как инструмента денежной политики натывается на другую проблему – низкие ставки не дают желаемого роста экономики. Одной из причин «неработающих» низких ставок может быть дефляция (или снижающаяся инфляция).

Пример третий: Великая депрессия в США (1929-1933). Выше был упомянут эпизод из истории Великой депрессии, когда ФРС США вынуждена была повысить ставки во избежание атаки на национальную валюту (доллар) со стороны международных финансовых спекулянтов. Но это был лишь эпизод. На протяжении большей части Великой депрессии ставки оставались на рекордно низких уровнях. «Многие наблюдатели указывали на то, что номинальные процентные ставки были близки к нулю в течение большей части Депрессии, делая из этого заключение, что денежно-кредитная политика была мягкой настолько, насколько это было возможно, но это не дало ощутимых выгод для экономики... Чиновники ФРС, отмечая среди других показателей очень низкий уровень номинальных процентных ставок, приходили к выводу, что денежно-кредитная политика была фактически уже довольно мягкой, и что больше ничего не требовалось делать. Эти чиновники, кажется, недооценивали то, что, несмотря на низкие номинальные процентные ставки, продолжающаяся дефляция означала, что реальная стоимость заимствований была очень высокой, т.к. любые кредиты необходимо было погашать в долларах, имеющих гораздо большую стоимость» ([Бернанке, 2004](#)).

Пример четвертый: «потерянное десятилетие» в Японии. До 1989 года экономический рост в Японии был феноменальным. Это было настоящее «японское чудо». Но в 1989 году произошел обвал акций японских компаний на бирже, это спровоцировало долговой кризис, что привело к кризису в банковском секторе. И это было только начало. Японию ждало так называемое «потерянное десятилетие», первоначально так названы были годы 1990-2000. Но сейчас этот термин часто применяют и к десятилетию 2000-2010. В течение большей части этого проблемного периода ставки Банка Японии были на рекордно низком уровне около 0% (с сентября 1995 года не выше 0,5%, с 2008 года по настоящий момент – 0,1%). Но при этом возврата к высоким темпам роста экономики не происходило.

Таким образом, бывают случаи, когда снижение ставок просто невозможно использовать. В приведенных выше примерах это происходило из-за того, что ставки были снижены практически до нуля. Но как мы увидим дальше, могут быть и другие причины невозможности использовать снижение ставок в качестве инструмента денежно-кредитной политики.

Инноватор Бернанке

Бен Бернанке, в своей работе на посту главы ФРС США с 2006 по 2014 год, столкнулся с серьезным кризисом в финансовой сфере США. И его подход к решению проблем, по мнению многих экспертов, можно назвать инновационным. Так, например, считает Роберт Кан, ведущий специалист по экономике Совета по международным отношениям, старший экономист Совета управляющих Федерального резерва с 1984 по 1992 гг. «Инновационность политики Бена Бернанке состояла в следующем. Даже с нулевыми процентными ставками ... нужно было дополнительное ослабление кредитно-денежной политики. Но у Бернанке не было инструмента для этого: он не мог снизить ставки до отрицательных отметок. Что же он сделал? Он посмотрел на опыт Японии и других стран, которые также достигли нулевых процентных ставок, но при этом по-прежнему страдали от низких темпов роста... Изучив этот опыт, он понял необходимость новых

инновационных мер. Он стал продвигать идею того, что мы сейчас знаем как программу количественного смягчения» (Кан, 2014).

На **рисунке 1** очень хорошо видна последовательность действий ФРС во главе с Бернанке во время кризиса. Сначала денежная база оставалась неизменной и главным используемым инструментом денежно-кредитной политики являлась ставка. Но когда ставка уже опустилась ниже 1% (на 1 октября 2008 года), а кризис был в самом разгаре, главным инструментом воздействия на ситуацию стало увеличение денежной базы (количественное смягчение).

Рис.1. Ставка использовалась лишь в начальной стадии кризиса, затем применялось «количественное смягчение».



Источник: Federal Reserve Economic Data. (Ставка - Effective Federal Funds Rate; Денежная база - Monetary Base).

Может ли Набиуллина стать инновационнее Бернанке?

У главы ЦБ России Эльвиры Набиуллиной есть все шансы превзойти Бена Бернанке по части инноваций. Что для этого нужно? Всего лишь применить «количественное смягчение» не используя снижение ставки вовсе, а то и увеличивая ставку в случае необходимости.

Бен Бернанке приступил к количественному смягчению (наращиванию денежной базы) лишь после того, как использовал возможности снижения ставок практически до нулевого уровня. И по сложившемуся стереотипу кажется, что ЦБ РФ тоже сначала должен снизить ставки, и только затем, если ситуация не выправится, приступить к количественному смягчению. Но можно сформулировать «правило» для действий центрального банка несколько иначе: **«Невозможно применить снижение ставок – применяй количественное смягчение».**

В эту формулу укладываются действия Бернанке, так как ставки он не мог применить из-за того, что они достигли нулевой отметки. Но в эту же формулу будут укладываться и действия ЦБ РФ, если он приступит к количественному смягчению при текущем – высоком – уровне ставок. И здесь, в соответствии с формулой, тоже «невозможно применить снижение ставок», только по другой причине: защита рубля от внешних атак и борьба с инфляцией требуют не снижать ставки, а возможно и повышать их.

Количественное смягчение при высоких ставках будет инновационным лишь в качестве целенаправленной, осознанной политики. Потому что неосознанно, в стремлении к совсем другим целям, случайно, такая политика уже проводилась, и было это в ... России.

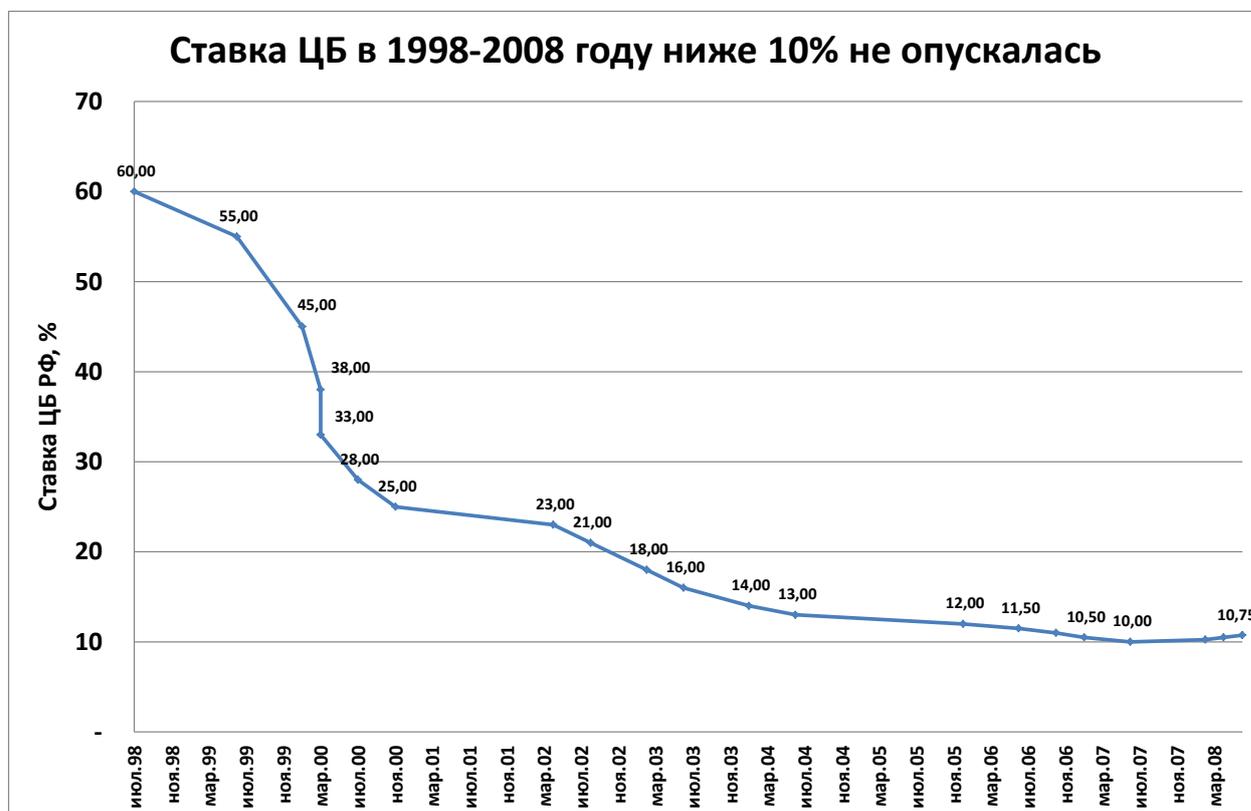
Золотое десятилетие России – исторический прецедент

Если мы заглянем в недалекую экономическую историю России, то увидим, что ставка решает далеко не всё, и что Россия уже неосознанно использовала описанный выше **приём количественного смягчения при высоких ставках**.

Речь идет о российском **«золотом десятилетии»**. Так можно назвать период уверенного экономического роста в России с сентября 1998 года по сентябрь 2008 года. А рост был действительно впечатляющим. Вырос ВВП, улучшилась жизнь людей. Темпы роста поражали воображение: самым «неудачным» был 2002 год, когда ВВП вырос «всего» на 4,7%. Экономический рост имел глубокие политические, военные и культурные последствия для России.

Но низких ставок на протяжении этого десятилетия не было. На **рисунке 2** видно, что на протяжении всего этого периода ставка ЦБ не опускалась ниже 10% ни разу.

Рис. 2. Рост ВВП в 1999-2008 происходил при высоких ставках ЦБ.



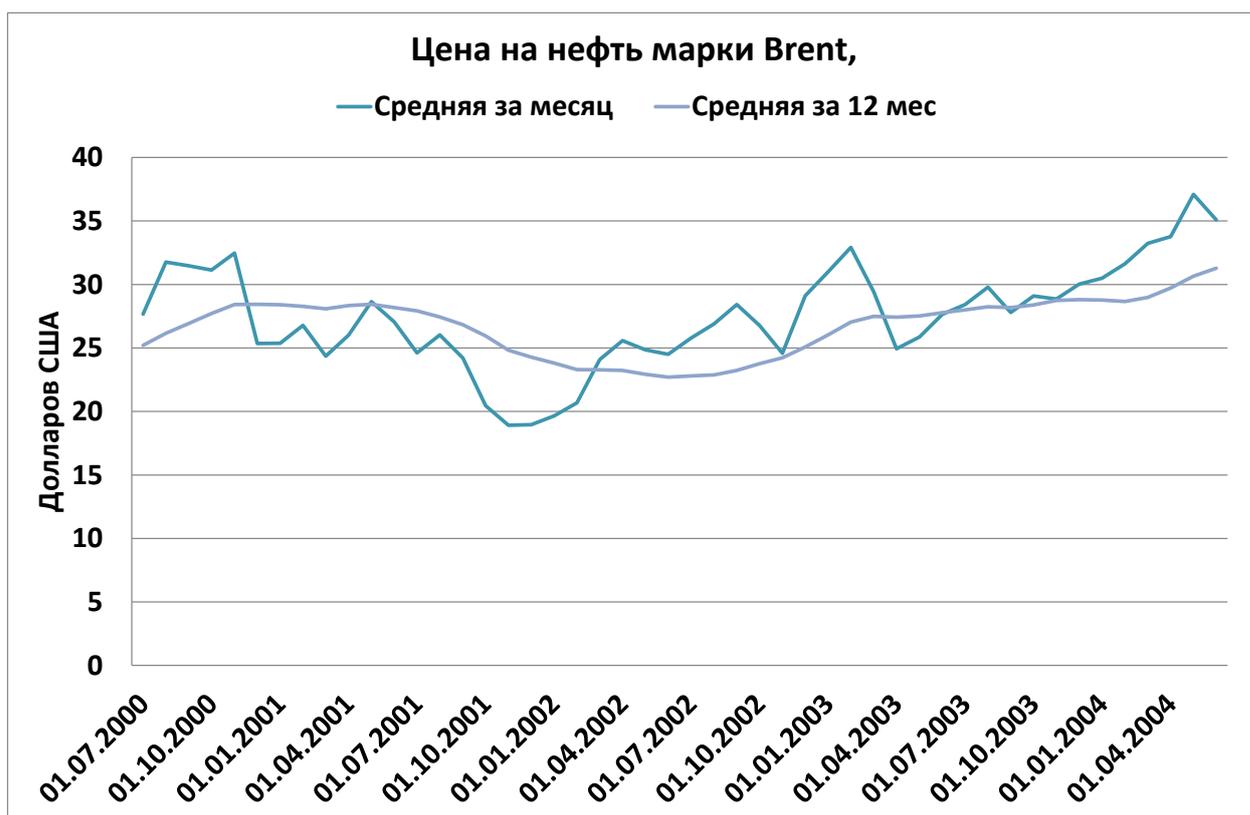
Источник: ЦБ РФ, данные по ставке рефинансирования.

Те, кто критикуют Центробанк за «высокую» ставку 8% должны как минимум объяснить, почему, несмотря на высокие ставки, в течение «золотого десятилетия» наблюдался бурный экономический рост?

Ни одно традиционное объяснение этого роста не выдерживает критики. **Цены на нефть** не объясняют рост ВВП. Например, цена нефти падала с конца 2000-го года, восстановление цен произошло лишь в 2003 году (см. **рис.3**), при этом ВВП вырос на 5,1% в 2001-м году, на 4,7% в 2002-м, на 7,3% в 2003-м. Другой пример: в 2006-2007 годах рост ВВП составил 8,2% и 8,3% соответственно, при этом цены на нефть падали с июля 2006 года в течение 6 месяцев, а восстановление цен произошло лишь через год (см. **рис.4**).

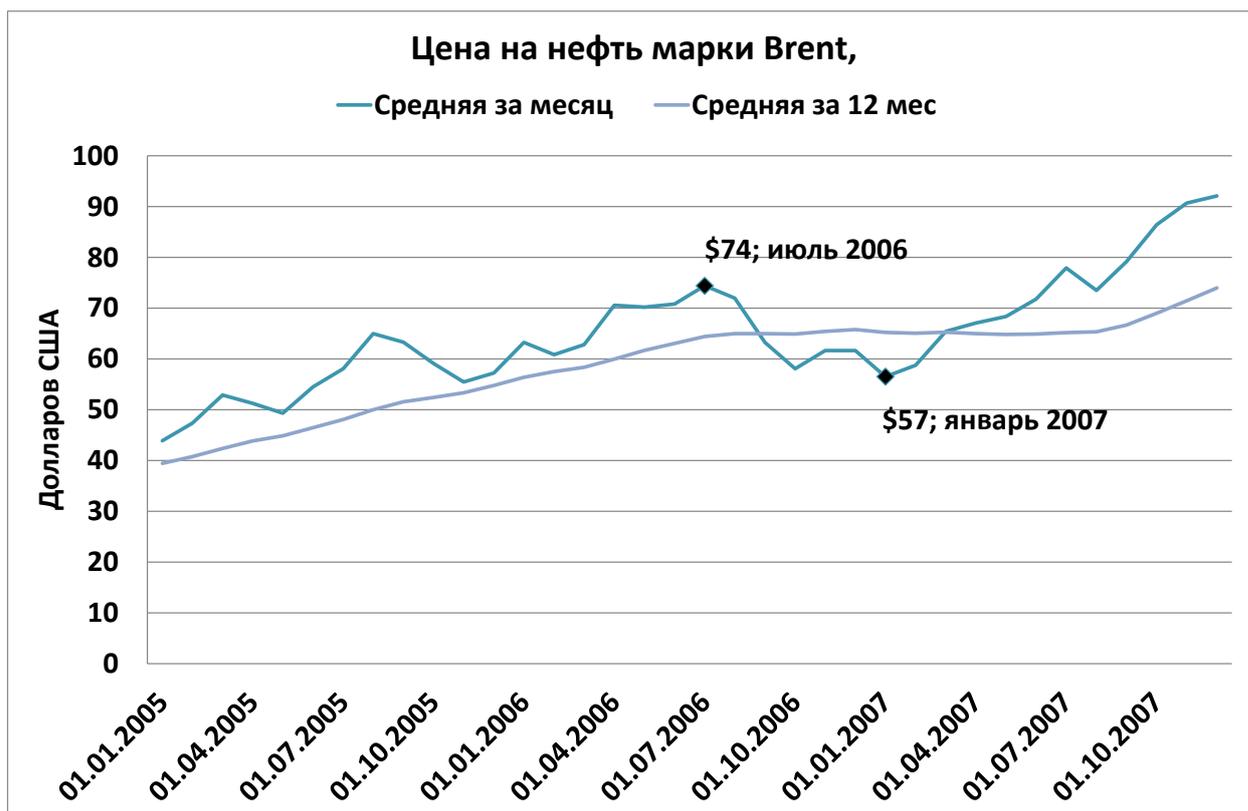
И наоборот, цены на нефть не объясняют текущей стагнации в экономике России на фоне высоких нефтяных цен. Не объясняют они и сильное падение ВВП в 1994-1996 году на фоне роста нефтяных цен (с марта 1994 по январь 1997 года цены на нефть выросли на 70% с 14 до 24 долларов за баррель).

Рис. 3. Цены на нефть не объясняют рост ВВП 2000-2003 годов, хотя частично этот рост объясняется увеличением физических объемов экспорта.



Источник: Финам, расчеты автора.

Рис.4. Падение цен на нефть не мешало росту ВВП в России в 2006 и 2007 годах.



Источник: Финам, расчеты автора.

Не объясняется рост и девальвацией рубля. Рост происходил и при падении рубля (с августа 1998 по декабрь 2002 года курс упал с 6 до 32 рублей за доллар) и при его укреплении (с января 2003 года по июль 2008 года рубль укрепился с 32 до 23 рублей за доллар). Вопреки убеждениям тех, кто считает, что девальвация рубля полезна для экономики России, начиная с 2003 года и по сей день экономика вела себя «с точностью до наоборот» - при девальвации рубля не росла, а падала, при укреплении рубля вместо падения экономики наблюдался рост.

Российское «количественное смягчение»

В чем же причины такого устойчивого роста экономики России на протяжении целого десятилетия? А всё дело в том, что несмотря на высокие процентные ставки, ЦБ РФ наращивал денежную базу. Другими словами, при невозможности использовать в качестве инструмента ставку, использовался другой инструмент - «количественное смягчение».

Чтобы понять масштаб количественного смягчения в России в «золотое десятилетие», давайте сравним параметры этого смягчения в России и в США.

В США с августа 2008 года по май 2014 года, т.е. за 70 месяцев, денежная база выросла с 843 млрд. долларов до 3932 млрд. долларов, увеличившись, таким образом, в 4,66 раза.

Выберем для сравнения пару периодов такой же длительности (70 месяцев) в «золотом десятилетии» и попробуем оценить рост денежной базы в России. Так за первые 70 месяцев «золотого десятилетия» денежная база со 184 млрд. рублей в сентябре 1999 года выросла до 1870 млрд. рублей в июне 2006 года (рост более чем в 10 раз). За последние 70 месяцев «золотого

десятилетия», с июля 2002 года по апрель 2008 года, денежная база выросла с 1 трлн. рублей до 4,8 трлн. рублей (в 4,8 раза). Все [эти данные доступны на сайте ЦБ России](#). И даже с учетом инфляции (которая «съедает» часть прироста) масштаб количественного смягчения в России в «золотое десятилетие» просто огромен.

В эти два (пересекающихся) периода «золотого десятилетия» денежная база в России увеличивалась темпами намного более быстрыми, чем денежная база в США в период количественного смягчения 2008-2014. Вдумайтесь: США активно наращивали базу в качестве антикризисной меры, а в России активное наращивание денежной базы происходило в «рядовой» обстановке, без всякой «антикризисной» подоплеку. Именно десятилетнее «количественное смягчение по-русски», по моему глубокому убеждению, и стало причиной бурного экономического роста в 1999-2008 годах.

Но если мы посмотрим рост денежной базы в России с августа 2008 года по май 2014 года (даты как в США, тоже за 70 месяцев), то она выросла «всего» с 5,3 трлн. рублей до 9,4 трлн. рублей. Рост в 1,77 раза, а с учетом инфляции и вовсе в 1,15 раза (на 15%). Рост в разы сменился на жалкий рост всего на 15% за почти 6 лет. Это и есть причина медленных темпов роста экономики в этот период.

Политика «количественного смягчения по-русски» действовала очень эффективно в «золотое десятилетие», а кризис и застойные явления появились сразу, как только эта политика начала сворачиваться.

Экономический рост как побочное следствие других решений или «спасибо Кудрину за это»

Выше было показано, что денежная база в России на протяжении всего «золотого десятилетия» бурно росла. Но было ли это «количественное смягчение», лежащее в основе роста ВВП, осознанной политикой Правительства и Центробанка? К сожалению, надо признать, что нет. Количественное смягчение произошло не из-за того, что экономические власти в Правительстве и Центральном банке осознавали его необходимость. Смягчение произошло как «побочный эффект» совсем других решений, касающихся бюджетной и курсовой политики. Рассмотрим механизм этого процесса.

На первом этапе, который начался с сентября 1998 года, выпуск денег (он и есть количественное смягчение) был призван, прежде всего, финансировать дефицит бюджета. Это один из самых инфляционно-емких способов. Условно этот период можно считать закончившимся в 2002 году. К декабрю этого года остановился процесс ослабления рубля, начавшийся в августе 1998 года (как упоминалось выше, с 6 рублей за доллар в августе 1998 года курс дошел до 32 рублей за доллар в декабре 2002-го).

Второй этап начался с января 2003 года. Рубль начал укрепляться, и его укрепление продолжалось вплоть до июля 2008 года. Курс с 32 рублей за доллар в январе 2003 дошел до 23 рублей за доллар в июле 2008-го года. И основным каналом поступления денег в экономику являлась ... борьба ЦБ против еще более резкого укрепления курса рубля. Рубли выпускались не от осознания важности роста количества рублей для роста экономики. Увеличение денежной базы было не целью, а лишь средством от чрезмерного укрепления рубля. Ведь если бы со стороны ЦБ не было дополнительного увеличения рублевой денежной базы (количественного смягчения), то рубль неизбежно бы укрепился еще сильнее.

Свою положительную роль сыграла политика накопления «подушки безопасности» в виде Стабфонда. В результате этой политики при накоплении в Стабфонде каждые 80 млрд. долларов в экономику России вбрасывалось порядка 2 трлн. рублей через валютный рынок. И этот «непреднамеренный» поток рублей способствовал бурному росту экономики.

Можно благодарить Алексея Кудрина за последовательное отстаивание идеи стабилизационного фонда (идея подвергалась, и до сих пор несправедливо подвергается сильной критике). Можно благодарить руководство ЦБ в те годы, которое избрало политику борьбы с излишним укреплением рубля. Эта политика могла бы быть даже более успешной (см. например, статью [«Длинные деньги и политика ЦБ», Блинов, 2014b](#)).

Но горькая правда состоит в том, что рост количества рублей в экономике, этот решающий источник бурного роста на протяжении целого десятилетия, всегда оставался «беспризорным ребенком», на него либо не обращали внимания, либо смотрели на него как на возможную угрозу другим показателям, таким как инфляция или курс валюты, например. И рост количества денег происходил не потому, что экономические власти понимали его важность для роста экономики, а лишь как «побочное» следствие решений из области бюджетной (курсовой, антиинфляционной) политики.

Тем не менее, принимая решения сегодня, мы должны учитывать **успешный опыт «золотого десятилетия»: даже при высоких ставках, количественное смягчение ведет к росту ВВП.** Даже если люди, проводящие это количественное смягчение «не ведают что творят».

Другой важный вывод состоит в том, что и падение 2008-2009 годов и текущее замедление в экономике России происходит из-за того, что опять никто не смотрел и не смотрит на темп роста рублей в экономике как важный ориентир. В фокусе внимания денежных властей то курс рубля (и в процессе интервенций из экономики изымаются триллионы рублей), то инфляция, то еще что-нибудь, в результате «беспризорная» денежная масса падает, а вместе с ней и ВВП.

Ориентир для денежно-кредитной политики

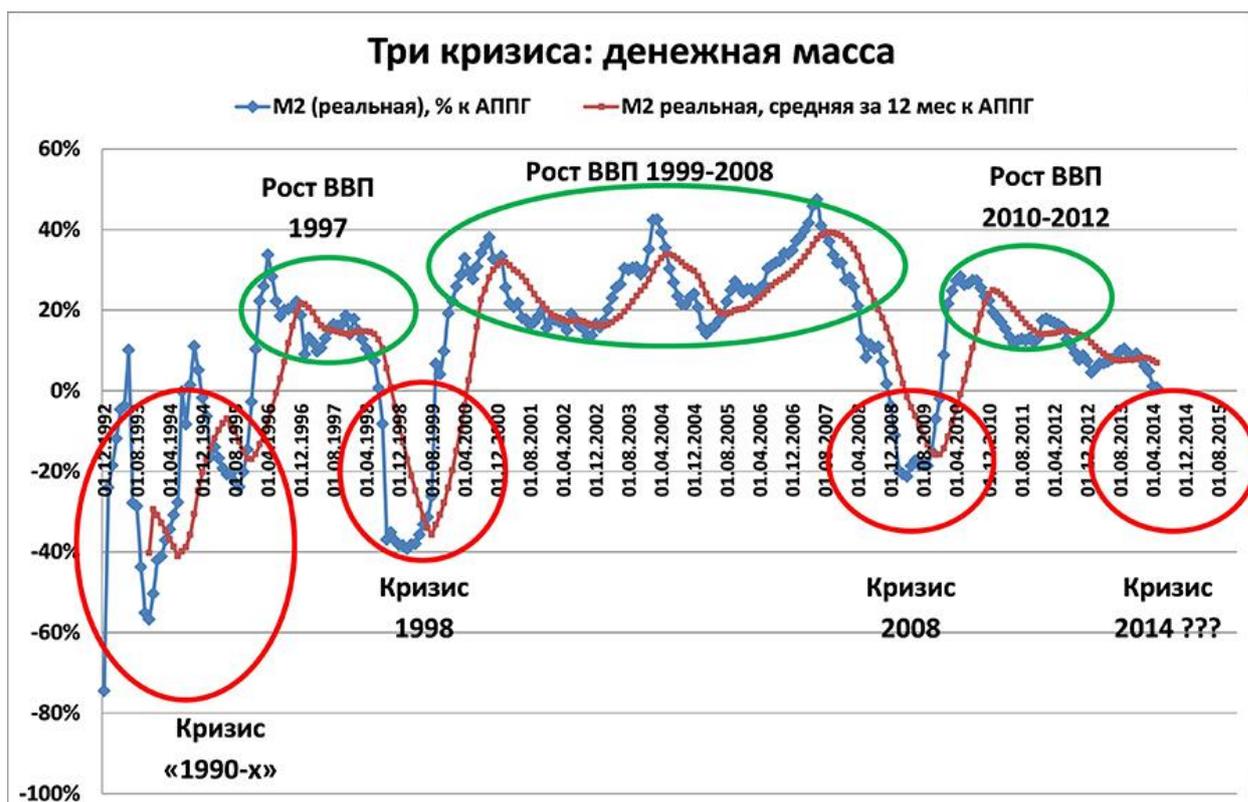
ЦБ России и ответственные за экономическую политику в Правительстве должны разглядеть, наконец, важность и возможность «количественного смягчения» при текущем и даже более высоком уровне ставок. Но встает вопрос, на какие показатели ориентироваться при проведении этого смягчения? Как оценивать его необходимость и достаточность?

ФРС США ориентируется в своей политике сразу на несколько показателей. Одним из таких показателей является инфляция. Только стремятся они ее поднять, а не снизить, как делается в России. Если показатель инфляции снижается ниже целевого уровня 2%, то это признак необходимости ФРС продолжить смягчение. Другой важный показатель – безработица. Цель снижение безработицы.

По разным причинам в России ориентироваться на такие показатели невозможно. Инфляцию мы хотим снижать, а не увеличивать, безработица у нас формально находится на очень низких уровнях, так что снижение безработицы как цель тоже не подходит. Что же избрать в качестве ориентира? Что должно подсказать экономическим властям, что количественное смягчение необходимо или наоборот, должно быть свёрнуто?

Такой критерий, к счастью, есть. Это темпы роста денежной массы (не путать с денежной базой). Причем желательно использовать темпы роста реальной денежной массы. На всём протяжении постсоветской истории современной России именно этот показатель был явным опережающим индикатором (т.е. предвестником) кризисов и взлётов. На **рисунке 5** показаны в виде графика темпы прироста денежной массы в России с 1992 года. Цветом обозначены периоды, когда ВВП в России рос (зеленый цвет) или падал (красный цвет). Как видно из этой диаграммы, сжатие денежной массы всегда приводило к падению ВВП, а «количественное смягчение» приводило к росту экономики.

Рис. 5. Сжатие денежной массы приводит к кризису, «денежное смягчение» к росту ВВП



Источник: Денежная масса (M2) – ЦБ РФ, инфляция (использован ИПЦ) – Росстат, расчеты автора.

Между зелеными областями «бума» и красными «кризисными» областями, лежит своеобразная «нейтральная территория». Она соответствует ситуации неопределенности, замедления, стагнации (нужное подчеркнуть). Как видно из рисунка, в прошлые кризисы экономика России сваливалась очень быстро, за считанные месяцы. К кризису 2014 года дорога была долгой (более двух лет), петляющей (иногда, казалось бы, намечалось количественное смягчение – синяя линия направлялась вверх), но пришедшей к отрицательным темпам роста реальной денежной массы. Этот показатель стал отрицательным в июне и июле 2014 года (-0,1% и -0,8% соответственно). Очень важно акцентировать тот факт, что отрицательные темпы не наблюдались с декабря 2009 года, со времен последнего кризиса.

Итак, темп роста реальной денежной массы вполне подходит на роль критерия необходимости количественного смягчения. Надо отметить, что на какие бы показатели не ориентировался Федрезерв США, проводя количественное смягчение, итогом стало именно сдерживание денежной массы от падения и обеспечение ее роста (см. Блинов, 2014с, [«ЦБ – главный нефтяник](#)

[страны», график 1](#)). Поэтому ориентация ЦБ России именно на показатель темпов роста денежной массы, будет вполне оправдана.

Необходимо ли смягчение сейчас, и если да, то какое?

Смягчение крайне необходимо. Уход темпов роста денежной массы в отрицательную область на *рисунке 5* (проще говоря – начавшееся сокращение денежной массы) в июне и июле 2014 года говорит о необходимости срочного принятия мер денежными властями. Об этом же говорит удручающая экономическая статистика, возможная рецессия уже в этом году, нарастающий ком проблем в экономике (банкротство турфирм как пример разрушения «слабых звеньев», непростая финансовая ситуация даже у крупных банков и государственных корпораций и другие), рост ставок на межбанковском рынке и рынке корпоративного долга. Вывод очевиден: смягчение необходимо.

Минимальный размер смягчения – инфляция плюс целевой темп роста ВВП. Чтобы избежать падения реальной денежной массы, ее прирост должен быть не меньшим, чем инфляция. Именно несоблюдение этого правила в 1990-е годы привело к катастрофическому падению реальной денежной массы в экономике и к тяжелейшему экономическому спаду. И нарушение этого правила в 2014 году тоже привело к снижению реальной денежной массы в июне и июле. Так в июне, например, денежная масса номинально выросла на 7,7% (год к году). Но инфляция за этот же период составила 7,8%. Даже на бытовом уровне любому человеку понятно, что если его зарплата растет, но цены растут еще быстрее, то его реальная платежеспособность лишь ухудшается. То же самое и с денежной массой. Если ее прирост меньше инфляции, происходит сокращение реального объема денег в экономике.

Но лишь одного сохранения денежной массы на стабильном уровне недостаточно. Если целевой экономический рост составляет, скажем, 5%, этот рост должен быть обеспечен соответствующим увеличением денежной массы.

Можно рассматривать и другие нюансы. Например, если деньги в стране начинают оборачиваться медленнее (а именно это в России сейчас и происходит), то по известному экономистам уравнению Фишера требуется увеличение количества денег для поддержания ВВП на том же уровне. Другая особенность ситуации в России связана с разовым увеличением количества населения примерно на 1,5% в связи с присоединением Крыма и Севастополя. Это требует увеличения денежной массы на эти же 1,5%.

Итак, по самым скромным подсчетам выходит, что рост денежной массы (при инфляции на уровне 7,5%) должен составить 14% и более (7,5% - «индексация» инфляции; 5% - целевой рост ВВП; 1,5% - рост населения; итого 14%). Много это или мало? Какой размер количественного смягчения в рублях необходим в этом случае? Количественное смягчение как инструмент предполагает влияние на денежную массу через наращивание денежной базы (механизм этого влияния описан в статье [«ЦБ – главный нефтяник страны»](#), Блинов, 2014с) Сделаем простой расчет.

Расчет по минимальному варианту. На 1 августа 2013 года денежная база составляла 8,862 трлн. рублей. Необходимый размер денежной базы на 1 августа 2014 года должен по нашим минимальным расчетам быть на 14% больше, т.е. составлять 10,1 трлн. рублей. По факту – 9,6 трлн. рублей, т.е. на 0,5 трлн. рублей меньше расчетного. **Необходимый размер «смягчения» по этому расчету «всего» 0,5 трлн. рублей или 500 млрд. рублей.**

Оптимальный размер смягчения – инфляция плюс 20%. Если вернуться к *рисунку 5*, то мы увидим, что уверенный экономический рост наблюдался при темпах роста реальной денежной массы 20% и более. Это означает, что кроме компенсации инфляции, необходимо еще дополнительно 20%.

Чем может быть обусловлена столь высокая потребность экономики в деньгах? Можно выдвинуть много предположений, и первое, что приходит в голову – т.н. «низкая монетизация ВВП» России. Не вдаваясь в подробности, рекомендую почитать публикации Якова Миркина или Михаила Ершова об уровне монетизации ВВП в России и других странах. Другое предположение состоит в том, что денежная масса служит своеобразным «источником» формирования длинных денег в экономике, и более высокие темпы роста денежной массы нужны для формирования «длинных денег» в экономике (формально долгосрочные вклады, например, в денежную массу М2 не входят). Интересующимся этой темой рекомендую прочесть статью [«Длинные деньги и политика ЦБ»](#) (Блинов, 2014b)

Вне зависимости от того, чем обусловлена такая зависимость, мы можем опираться на более чем 20-летний исторический опыт и принять как эмпирическую зависимость формулу **«Необходимый темп роста денежной массы=инфляция+20%»**. По этой формуле при уровне инфляции в 7,5% ЦБ при количественном смягчении должен обеспечить рост денежной базы на 27,5% или выше (7,5% - «индексация» инфляции; 20% - реальный прирост).

Расчет по оптимальному варианту. На 1 августа 2013 года денежная база составляла 8,862 трлн. рублей. Необходимый размер денежной базы на 1 августа 2014 года должен по оптимальному варианту быть на 27,5% больше, т.е. составлять 11,3 трлн. рублей. Т.к. фактическое значение денежной базы на 1 августа 2014 года – 9,6 трлн. рублей, необходимый размер «смягчения» по этому расчету составит уже 1,7 трлн. рублей.

Как действовать Центральному Банку России

Итак, выше мы выяснили, что ЦБ вполне может, опираясь на опыт «золотого десятилетия» России, использовать количественное смягчение даже при высоких ставках. Также мы увидели, что текущая ситуация в экономике и избранный нами показатель (темпы роста денег в экономике) сигнализируют о необходимости срочных мер. По двум приведенным выше расчетам объем «количественного смягчения» должен составлять от 0,5 до 1,7 трлн. рублей. Что в этой ситуации может сделать Центральный Банк России?

Используя опыт проведения подобных «смягчений» Федрезервом США, можно предложить следующую схему.

1. ЦБ объявляет о начале бессрочной программы количественного смягчения в целях недопущения скатывания экономики в рецессию. Политика ставок при этом не меняется (т.е. ключевая ставка не снижается).
2. Ежемесячный объем операций по смягчению обозначается на уровне 300 млрд. рублей в месяц (эквивалентно менее 10 млрд. долларов) с возможностью по мере улучшения ситуации сокращать этот объем.
3. В процессе выполнения программы ЦБ сам или через уполномоченные структуры производит скупку активов на означенную сумму
 - a. На рынке государственного долга
 - b. На рынке корпоративного долга

- c. На валютном рынке
 - d. На других доступных рынках, скупая, например, золото у золотодобывающих компаний России для пополнения международных резервов или акции котирующихся в рублях эмитентов, действуя, например, через ВЭБ.
4. Ежемесячно подводятся итоги действия программы, и коллегиально принимается решение о необходимых корректировках суммы ежемесячных операций.

Встает один важный вопрос: можно ли в текущей ситуации использовать валютный рынок для проведения количественного смягчения? Не приведет ли это к ослаблению рубля и, как следствие этого, к инфляции? Есть как минимум два аргумента, которые говорят о том, что использование валютного рынка для количественного смягчения возможно. Во-первых, опыт 1998-2002 годов, когда, несмотря на падение курса рубля с 6 до 32 рублей за доллар, смягчение проводилось, говорит о достаточной эффективности такой политики. А во-вторых, валютный рынок позволяет производить операции практически любого объема, в то время как рынок долговых обязательств и рынок акций в России достаточно ограничены по своим размерам. Еще один аргумент в пользу возможности операций на валютном рынке – реальное укрепление рубля по отношению к валюте даже в этот, казалось бы, непростой год (см., например, [публикацию о росте реального эффективного курса рубля](#), Bankir.ru, 2014).

Заключение: насколько быстрым будет результат

Да простит меня читатель за слишком приземленный пример из истории моего родного предприятия. К августу 1998 года в экономике России сложилась очень плохая ситуация. Многие предприятия просто остановились. К их числу относился и КАМАЗ, производитель грузовиков из Набережных Челнов. За первые 9 месяцев того кризисного года было произведено всего 1100 автомобилей, в среднем символические 120 шт. в месяц. Чтобы понять, насколько это мало, надо знать, что в лучшие годы КАМАЗ производил 10 тысяч автомобилей в месяц и более 120 тысяч грузовиков в год. 120 штук в месяц было равносильно, фактически, остановке предприятия.

В августе грянул дефолт. 11 сентября Председателем Правительства был назначен Евгений Максимович Примаков. И практически сразу началось первое российское «количественное смягчение». Его легко проследить по статистике денежной массы на сайте ЦБ России. И ситуация изменилась почти мгновенно. За три оставшихся месяца 1998 года КАМАЗ выпустил 2200 грузовиков (531, 705 и 964 в октябре, ноябре и декабре соответственно, в среднем 733 шт. в месяц), в 2 раза больше чем за первые 9 месяцев года.

В следующем 1999 году среднемесячное производство составило уже 1250 грузовиков, а в 2000-м году 1950 единиц, в последующие годы рост продолжился.

Что касается экономики России в целом, уже в 1999 году рост ВВП составил невиданные с советских времен 6,4%. Во втором квартале 1999 года квартальный ВВП показал рост и ни разу не уходил с этого момента в отрицательную зону вплоть до 4 квартала 2008 года, когда ЦБ допустил серьезнейшее денежное сокращение.

Этот пример показывает, что, в случае немедленного старта программы с сентября 2014 года, первые результаты «количественного смягчения» будут видны уже через 3-4 месяца. А через 6-8 месяцев все досужие разговоры горе-экспертов о якобы предстоящем России многолетнем периоде «низких темпов экономического роста» просто будут забыты.

Источники:

Банкир.ру, 2014. «Реальный эффективный курс рубля за 7 месяцев вырос...»

<http://bankir.ru/novosti/s/realnyi-effektivnyi-kurs-rublya-za-7-mesyatsev-vyros-na-1-4-v-iyule-snizilsya-na-0-2-tsb-10083323/>

Бернанке, Б. 2004. [«Деньги, золото и Великая депрессия»](#), оригинал публикации (англ.) см.

Bernanke, B. 2004.

Блинов, С. 2014а. «Деньги, доллар и российская рецессия». Эксперт-онлайн от 23.04.2014

<http://expert.ru/2014/04/23/dengi-dollar-i-rossijskaya-retsessiya/>

Блинов, С. 2014б. «Длинные деньги и политика ЦБ». Эксперт-онлайн от 05.06.2014.

<http://expert.ru/2014/06/5/dlinnyie-dengi-i-politika-tsb/>

Блинов, С. 2014с. «ЦБ – главный нефтяник страны». Журнал «Эксперт» №12(8910 от 17.03.2014.

<http://expert.ru/expert/2014/12/tsb--glavnyij-neftyanik-stranyj/>

Интерфакс, 2014. «Клепач раскритиковал повышение ключевой ставки ЦБ».

<http://www.interfax.ru/business/388343>

Кан, Р. 2014. Интервью телеканалу «Вести Экономика». <http://www.vestifinance.ru/articles/38718>

Коммерсант, 2014. «К ставке ЦБ подбирают ключ» Газета "Коммерсантъ" №133 от 31.07.2014, стр.

1, <http://www.kommersant.ru/doc/2535796>

Bernanke, B. 2004. Money, Gold, and the Great Depression,

<http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/2004/200403022/default.htm>