

# ДОЛГОВАЯ МОДЕЛЬ РОСТА – ИННОВАЦИЯ ИЛИ ПРОБЛЕМА?

**АЛЕКСЕЙ БЫКОВ,**

доктор экономических наук, профессор

**НАТАЛЬЯ ХАУСТОВИЧ,**

кандидат экономических наук, доцент БГЭУ

**СЕРГЕЙ ТОЛКАЧЕВ,**

доктор экономических наук, профессор,  
Финансовый университет при Правительстве РФ

Уже десять лет прошло с момента последнего мирового финансового кризиса. Все эти годы не затухает полемика вокруг проблемы увеличения долгов, которые продолжает наращивать большинство государств. Действительно ли политика количественного смягчения стала основным фактором повышения объема заимствований в мире? Как в целом они влияют на изменение темпов ВВП? Можно ли применять элементы количественного смягчения в условиях Беларуси? Перечисленные спорные моменты являются предметом дискуссии не только ученых, но и представителей бизнеса, власти, промышленного и финансового секторов, между интересами которых существуют объективные противоречия. Неудивительно, что в вопросе денежно-кредитной политики каждая страна поступает ситуационно. Зачастую правительствам приходится действовать методом проб и ошибок, при высокой цене которых подобная практика напоминает хождение по минному полю.

## СЛОЖНОСТИ ВЗАИМОСВЯЗИ

Прежде чем отвечать на поставленные вопросы, требуется выявить взаимосвязь между ростом долгов и увеличением денежного предложения за счет эмиссии.

**Денежная эмиссия** может осуществляться центральным банком или коммерческими кредитными учреждениями за счет действия денежного мультипликатора, а также фирмами при помощи выпуска ценных бумаг (при условии работающего фондового рынка) – все зависит от того, что мы подразумеваем под деньгами – **денежную базу** либо **денежную массу** в широком определении.

**Денежная база** регулируется действиями центрального банка. Сейчас соответствующие финан-

совые институты, осуществляя денежную эмиссию, в большинстве случаев ориентируются на таргетирование инфляции, так поступает и Нацбанк РБ. В упрощенном виде данные действия основаны на уравнении Фишера. Требуемый объем запускаемых в оборот средств определяется прогнозируемыми темпами роста ВВП, желаемым размером инфляции и изменением скорости денежного обращения.

Эмиссия также проводится с целью финансирования государственных расходов. Поскольку в большинстве стран мира центральные банки не зависят от правительств, здесь применяется следующая схема: Минфин выпускает долговые обязательства, которые скупаются центральным банком за счет выпуска новых денег. При этом растет

госдолг и увеличиваются активы центрального банка. Подобная схема легла в основу программ количественного смягчения.

**Денежный мультипликатор** как отношение денежной массы к денежной базе характеризует степень роста количества наличных денег в экономике за счет кредитных банковских операций. Коммерческие банки, к примеру, привлекают наличные средства населения на депозитные счета, затем основная доля этих ресурсов возвращается в экономику в виде кредитов, а меньшая часть резервируется. Выданные займы используются для осуществления сделок купли-продажи и вновь попадают в банки. Часть денег снова резервируется, а остальные опять поступают в нефинансовый сектор. Теоретически создаваемая ком-

мерческими банками за счет новых кредитов денежная масса обратно пропорциональна норме резервирования и описывается бесконечно убывающей геометрической прогрессией от первоначального депозита (денежной базы). Например, при норме резервирования в 4% денежный мультипликатор может достигнуть 25. Отметим, что на практике его значение ниже: оно регулируется ставкой рефинансирования, нормативами платежеспособности заемщика и также напрямую зависит от распространения безналичных расчетов в экономике.

Таким образом, эмиссионное кредитование вызывает увеличение госдолга, когда оно осуществляется центральным банком с целью покрытия госрасходов, и одновременно провоцирует рост долгов финансового, нефинансового секторов и домохозяйств, если эмиссия является результатом их кредитования со стороны коммерческих банков. Во втором случае действие кредитного мультипликатора способно вызвать повышение совокупного спроса и ускорение экономического развития при условии, если население и другие сектора будут приобретать отечественные товары и услуги. Если же кредиты используются на покупку импорта, положительного эффекта не произойдет, так как страна столкнется с повышением внешнего долга.

В широком смысле эмиссией также можно назвать размещение на финансовом рынке акционерного капитала для привлечения денежных ресурсов в сферу производства или услуг. Такая технология начала широко использоваться в США и Европе в начале XX века, когда промышленный бум требовал соот-

ветствующего количества денег в обращении, которое в то время было привязано к запасам золота. Развитие фондового рынка и последующее появление производных финансовых инструментов (деривативов) привело к многократному увеличению денежной массы в широком определении, но также породило спекуляции, долги и нестабильность.

#### РАЗВИТИЕ И СТИМУЛИРОВАНИЕ

При анализе взаимосвязи размера долгов и роста ВВП страны можно высказать две гипотезы. С одной стороны, современная финансовая система, способная привлекать денежные ресурсы в инвестиционные и инновационные проекты, является обязательным условием высокого уровня экономического и технологического развития. С другой стороны, долговое стимулирование – это, по сути, финансовая инновация, обеспечивающая развитым странам национальное конкурентное превосходство.

Развивающиеся государства в силу ряда причин, включая слабость собственных финансовых систем и зависимость от импорта, не способны столь эффективно аккумулировать денежные ресурсы для инвестиций и технологических инноваций. Поэтому они попадают в ловушку отсталости, когда недостаток средств ограничивает совокупный спрос, а малый объем рынка препятствует притоку капитала.

Также долговая модель создает множество рисков, включая: раскручивание инфляции при увеличении денежного предложения, ухудшение платежного баланса за счет роста импорта, риски дефолта, повышение дол-

говой нагрузки на экономику. Пока что крупнейшим странам удается избегать перечисленных проблем, но как долго сохранится эта ситуация, неизвестно.

Отметим, что для развивающихся государств действует ограничение, предложенное около сорока лет назад британским профессором Э.Тирлволлом. Согласно «закону Тирлволла», стимулирование экономического роста за счет увеличения внутреннего спроса посредством денежной эмиссии приводит к торговому дисбалансу и увеличению внешнего долга. В результате падает курс национальной валюты, реальные доходы различных секторов снижаются и платежный баланс приходит в равновесие, но при этом ВВП перестает расти. Действие закона доказано на множестве примеров, в частности Беларуси. В период с 2008 по 2011 год в нашей стране эмиссионное кредитование потребительского и инвестиционного спроса привело к торговому дисбалансу, росту внешнего долга и в итоге – к девальвации рубля.

Эмпирические исследования также показали, что в условиях экономик США, Японии, Китая «закон Тирлволла» не работает: денежно-кредитное стимулирование там вовсе не обязательно приводит к торговому дисбалансу, инфляции и девальвации. Курс доллара, например, определяется не столько торговыми, сколько капитальными операциями платежного баланса.

По данным выборки из 47 стран, производящих свыше 90% мирового ВВП с 1960 года по настоящее время, была опровергнута зависимость инфляции от роста денежного предложения. Здесь нужно учитывать, что высокая

**ПОКАЗАТЕЛИ СТЕПЕНИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ ДЛЯ РЯДА ЭКОНОМИК В 2016 г.**

Страна	Внутренний кредит, % к ВВП	Рыночная капитализация отечественных торгуемых компаний, % к ВВП	Широкая денежная масса, % к ВВП	Внешний долг всех секторов, % к ВВП	Госдолг, % к ВВП
Япония	362	100	243	261	239,2
США	266	147	н/д	98	107,4
Швейцария	179	210	190	417	45,4
Китай	215	65	208	9	46,2
Страны с высоким доходом	210	121	123	н/д	н/д
Страны с низким доходом	28	0	35	н/д	н/д
Беларусь	40	0	36	73,4	47,9

Источник: данные Всемирного банка, МВФ и НБРБ

структурная сложность развитых экономик приводит к тому, что они менее зависимы от импорта. Также стабильности способствует то, что статус доллара, евро, йены, юаня, как мировых резервных валют, обеспечивает им доверие рынков и препятствует девальвации.

В целом для развитых экономик, включая Китай, характерны более высокие объемы кредитования, а также активное привлечение денег через акционерный капитал и, как следствие, больший размер широкой денежной массы и большие долги.

**ВОЗМОЖЕН ЛИ РОСТ?**

Имеющиеся данные можно интерпретировать двояко: большие долги являются следствием высокого уровня экономического развития либо, наоборот, одной из его причин.

Для ликвидации последствий мирового кризиса 2008 года центробанки ведущих государств, предварительно снизив процентные ставки до близких к нулю значений, реализовали программы количественного смягчения общей стоимостью до 20 трлн. USD,

скупая проблемные активы за счет денежной эмиссии. Главная цель национализации проблемных долгов состояла в избежании банковского краха. Одновременно данное решение также могло способствовать повышению инновационной активности и масштабной модернизации промышленности на основе технологий нового уклада.

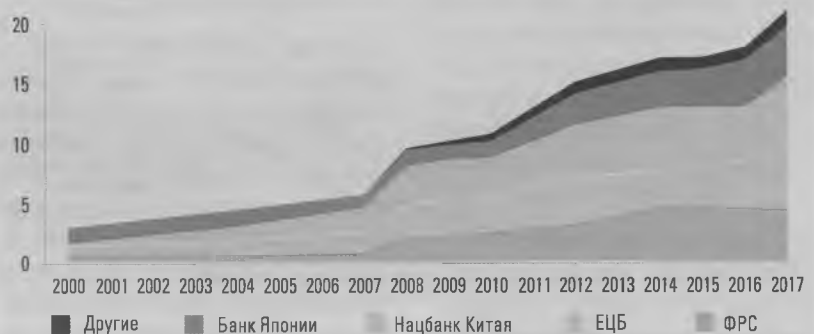
Зачастую увеличение активов центробанков называют временной мерой антициклического характера, да и дополнительные 20 трлн. USD ликвидности, созданные за 10 лет, – не столь значительная сумма для мировой экономики с годовым ВВП в 76 трлн. USD. Между тем, при-

нимая во внимание денежный мультипликатор, увеличение денежной базы на 20 трлн. USD влечет за собой рост широкой денежной массы в объеме, сопоставимом с мировым ВВП. Поэтому стоит признать, что проведение количественного смягчения сыграло значимую роль в обеспечении экономического роста. Не менее значимым окажется и его прекращение.

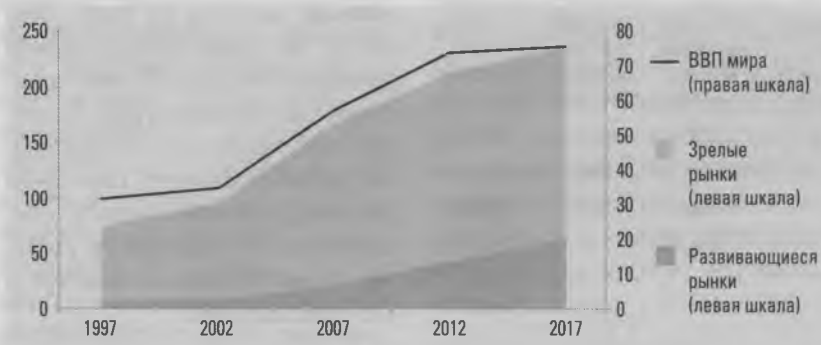
Анализ более широкого временного интервала (20 лет) показывает, что долговая модель роста работала и раньше. Именно при ней возник кризис 2008 года. Как показали исследования 18 стран ОЭСР, основными драйверами экономического развития в период с 1997 по 2007 год были как раз повышение долговой нагрузки и увеличение цен на имущество.

По данным Института международных финансов (IIF), за последние 20 лет совокупные долги секторов экономик мира увеличились с 75 до 217 трлн. USD. Сумма внушительна, но если сопоставить ее с мировым ВВП в пересчете на доллары по номинальному курсу, то изменения произошли небольшие: мировой ВВП за 20 лет также вырос примерно с 31 до 76 трлн. USD, а соотношение долгов к ВВП за этот период повысилось лишь на 30%.

**РИС. 1. РОСТ АКТИВОВ БАНКОВ ЯПОНИИ, КИТАЯ, ЕЦБ, ФРС, АНГЛИИ И ШВЕЙЦАРИИ В РЕЗУЛЬТАТЕ КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ**



**РИС. 2. СООТНОШЕНИЕ СОВОКУПНЫХ ДОЛГОВ\* И МИРОВОГО ВВП\*\*, ТРЛН. USD ПО НОМИНАЛЬНОМУ КУРСУ В ТЕКУЩИХ ЦЕНАХ**



\*По данным Института международных финансов (IIF).

\*\* По данным Всемирного банка

По данным IIF, сейчас обязательства почти равномерно распределены по секторам экономики: финансовый – 30%, государственный и нефинансовый – по 25%, домохозяйства – 20%.

Чтобы обнаружить, когда именно динамика задолженностей начала опережать темпы увеличения ВВП, нужно охватить более длительный промежуток времени – более 50 лет.

Долги вырвались вперед со времени доминирования монетаризма в теории и на практике, а также после окончательной демонетизации золота и формирования системы резервных валют в результате Ямайского соглашения 1976 года. Вначале росли корпоративные обязательства, теперь инициатива перешла к го-

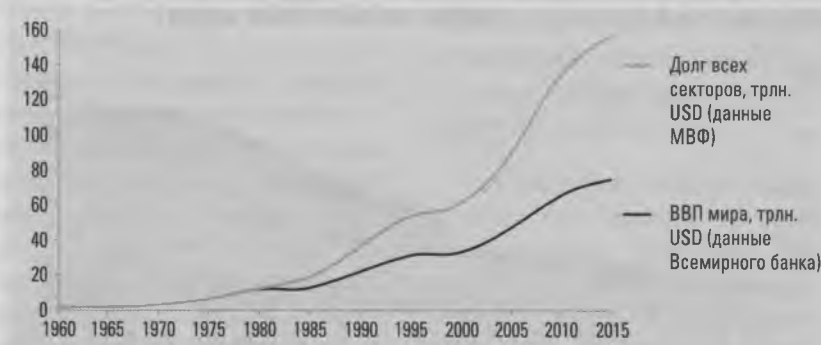
сударственным. Ранее долговую модель роста использовали развитые страны, теперь это делают и развивающиеся.

Интересно, способствовал ли рост денежного предложения экономическому росту раньше, во времена золотого стандарта? Российский экономист С.Блинов сопоставил динамику мировых запасов драгоценных металлов (золота и серебра) с динамикой мирового ВВП за последние 500 лет и подтвердил выдвинутую гипотезу: действительно, увеличение добычи золота и серебра способствовало росту ВВП в мире<sup>1</sup>.

### ВЫЗОВЫ ДЛЯ БЕЛАРУСИ

Высока вероятность, что без увеличения долговой нагрузки

**РИС. 3. ДИНАМИКА МИРОВОГО ВВП И ДОЛГОВ ВСЕХ СЕКТОРОВ ЭКОНОМИКИ, ТРЛН. USD В ТЕКУЩИХ ЦЕНАХ ПО НОМИНАЛЬНОМУ ОБМЕННОМУ КУРСУ**



<sup>1</sup> <http://www.vestifinance.ru/articles/101647>

мировая экономика не смогла бы добиться столь высоких темпов роста.

Инновации и человеческий капитал, безусловно, важны для экономического развития. Но они невозможны без инвестиций не только в науку и образование, но и в здравоохранение, безопасность, жилье, развлечения – все то, что делает жизнь людей комфортной, что требует постоянных финансовых затрат.

Открытая экономика Беларуси в силу низкой структурной сложности, высокой импортоемкости и недостаточно крепкой финансовой системы вряд ли может в полной мере использовать преимущества долговой модели роста. Не прибегая к эмиссии, денежные ресурсы проще привлечь с мировых рынков, в том числе используя новые возможности цифровых активов. При этом наименее желательны для национальной экономики внешний государственный долг, а также другие номинированные в иностранной валюте долги.

Для эффективного использования денежного мультипликатора нужно создавать почти замкнутые самодостаточные экономические системы, имеющие финансовый суверенитет, например, такие как Европейский союз, тогда эмиссия не приведет к росту импорта и внешнего долга.

Однако ЕАЭС пока что не является самодостаточной экономической системой ввиду зависимости от импорта высокотехнологичной продукции обрабатывающей промышленности. Поэтому координация денежно-кредитной политики между странами-участницами должна осуществляться параллельно с формированием замкнутых цепочек добавленной стоимости. ■