



Денежные агрегаты и финансовые счета

**Рабочее совещание ЕЭК ООН-ЕАСТ по финансовым
счетам**

Брюссель, 9 – 11 октября 2023 г.

Денежные резервы в финансовых счетах

- Денежные агрегаты широко используются центральными банками для мониторинга изменения ликвидности.
- Однако они не являются «концепцией национальных счетов».
- Различные определения денежных агрегатов в разных странах
- Тем не менее, можно установить некий мост:
- С точки зрения инструментов: финансовые счета, классифицированные по ликвидности, могут позволить выделить основные инструменты ликвидности (валюта, депозиты, краткосрочные долговые ценные бумаги, хотя и с некоторыми различиями в определениях)
- С точки зрения секторов: секторы денежной эмиссии и денежных резервов хорошо идентифицируются в стандартах национальных счетов (СНС, ЕСС)

Денежные агрегаты в зоне евро

M1(Валюта+Депозиты овернайт)

M2= M1+ Депозиты с подлежащие погашению в срок до 3 месяцев и срочные депозиты со сроком погашения до 2 лет

M3 = M2+ соглашения об обратном выкупе (соглашения РЕПО), акции фондов денежного рынка и долговые ценные бумаги со сроком погашения до 2 лет

Сектор эмиссии денег = ДФУ (*денежно-кредитные финансовые учреждения*)
(учреждения, принимающие депозиты, и паи фондов денежного рынка)
(незначительно, некоторые депозиты центрального правительства и учреждений почтовых «жиро» переводов (POGIs))

Сектор денежных резервов: другие сектора-резиденты, за исключением центрального правительства

Основные ликвидные активы в финансовых счетах

- Валюта
- Депозиты сроком менее 1 года
- Паи фондов денежного рынка
- Долговые ценные бумаги сроком до 1 года
- Соглашения об обратном выкупе (включены в состав ссуд)

Различия в определении денег в денежных агрегатах и финансовых счетах в зоне евро

- **Валюта:** идентифицируется в финансовых счетах («ФС») и денежных агрегатах («ДА»)
- **Депозиты:**
 - ФС: разделение депозитов сроком до/выше 1 года
 - ДА: Депозиты, включенные в МЗ: депозиты овернайт, погашаемые по уведомлению до 3 месяцев, срочные депозиты до 2 лет.
- **Долговые ценные бумаги:**
 - ФС: менее 1 года. Не всегда выделяются долговые ценные бумаги, выпущенные ДФУ и хранящиеся у не-ДФУ.
 - ДА: долговые ценные бумаги сроком менее 2 лет, выпущенные сектором денежных резервов.
- **Соглашения об обратном выкупе (РЕПО):**
 - ФС: включены в кредиты.
 - ДА: сделки РЕПО на срок менее 2 лет, предоставленные сектором денежной эмиссии, сектору, выпускающему денежные средства (незначительный)
- **Акции фондов денежного рынка:** определены в ФС и ДА

Различия в определении денег в денежных агрегатах и финансовых счетах в зоне евро

Разделение по подсекторам в рамках не-ДФУ:

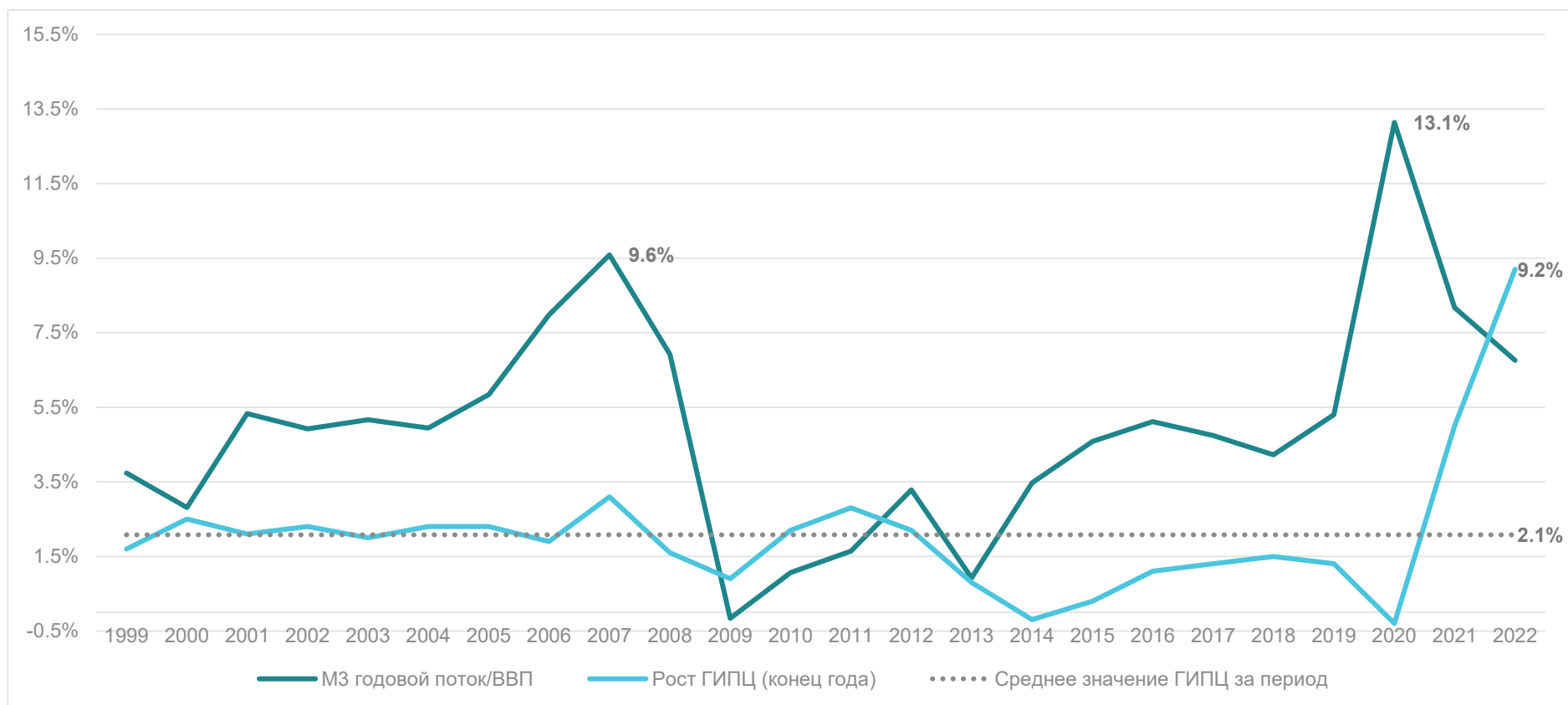
- Валюта (финансовый счет)
- Депозиты в рамках M2 (баланс активов и пассивов ДФУ)
- Долговые ценные бумаги сроком менее 1 года, выпущенные ДФУ, хранящиеся в секторах не-ДФУ (но начиная с первого квартала 2021г. в статистике выпусков ценных бумаг).

Монетарный сюрприз 2021 года в зоне евро и США

Денежные агрегаты в денежно-кредитной политике центрального банка

- 1970-е годы: принятие целевых показателей денежных агрегатов в 1970-е годы в связи с инфляционным всплеском и влиянием монетаристских взглядов
- Целевые показатели денежных агрегатов постепенно снижались в связи с нестабильностью связи между ценами и деньгами. ЕЦБ отказался от ориентира на рост M3 в 2003 году.
- Денежные и кредитные агрегаты по-прежнему используются в качестве индикатора долгосрочного инфляционного давления
 - 1999 г.: денежные/кредитные агрегаты как первый элемент монетарной стратегии;
 - 2003 г.: денежно-кредитный анализ наравне с экономическим;
 - 2021 г.: интегрированная система денежного/финансового и экономического анализа

Инфляционный «сюрприз» в 2021-2022 гг. (график для зоны евро)



Возвращение к «монетаризму»?

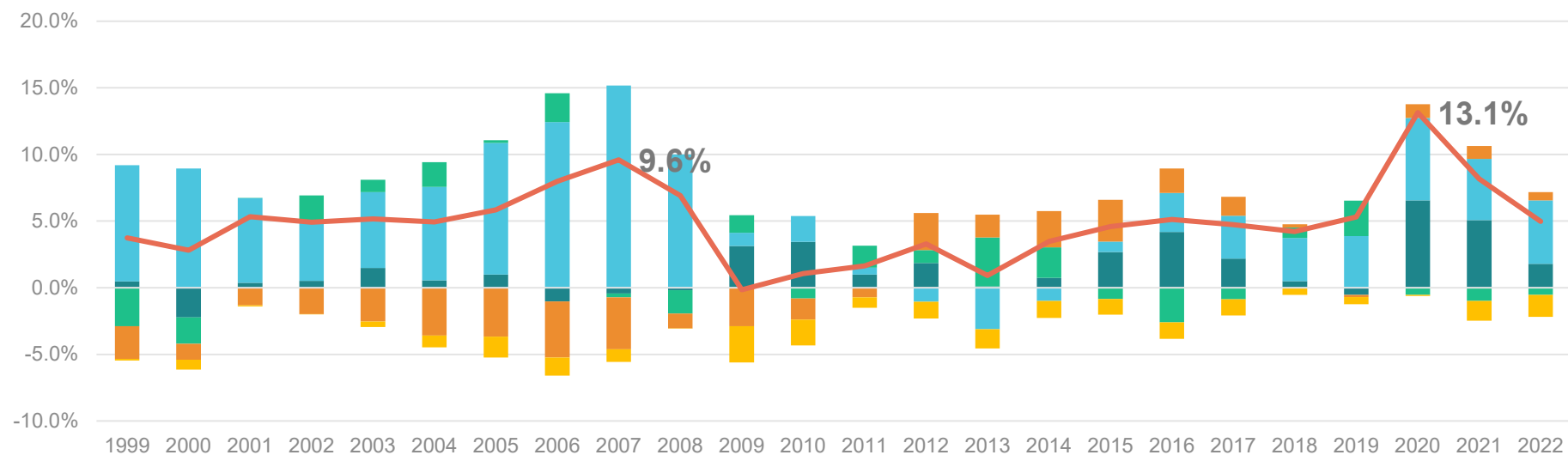
- Ларри Саммерс (*Larry Summers*) предупреждает об инфляционном эффекте законопроекта США об облегчении COVID (февраль 2021 г.)
- Мервин Кинг (*Mervin King*) (ноябрь 2021 г.). *«Здравый смысл подсказывает, что когда слишком много денег гонится за слишком малым количеством товаров, результатом является инфляция».*
- Борио и др. (*Borio et al*) (2023 г.) : Помогает ли рост денежной массы объяснить недавний всплеск инфляции? *«Рассмотрение вопроса о росте денежной массы помог бы улучшить прогнозы инфляции после пандемии, что говорит о том, что его информационной ценностью, возможно, пренебрегли».*

Рассмотрение эквивалента денег в балансе ДФУ

АКТИВЫ	ОБЯЗАТЕЛЬСТВА
Кредиты органам государственного управления	Деньги
Кредиты частному сектору	Прочие долгосрочные финансовые обязательства
Чистые внешние активы	Прочие (капитал и резервы...)



Исключительный рост денежных средств и кредитов для органов государственного управления в зоне евро в 2020 году



Кредиты органам госуправления

Кредиты частному сектору

Чистые внешние активы

Долгосрочные финансовые обязательства (-)

Капитал, резервы и прочее

M3

От государственного долга к денежным резервам

- Эмиссия государственного долга правительством
- ДФУ эмитируют деньги для приобретения государственного долга (при этом центральный банк содействует этому процессу путем массовой скупки государственных долговых обязательств)
- Государство предоставляет деньги держателям денег: домохозяйствам и фирмам (программы занятости, социальные пособия)

Аналоги МЗ: на этот раз по-другому

Предыдущие эпизоды:

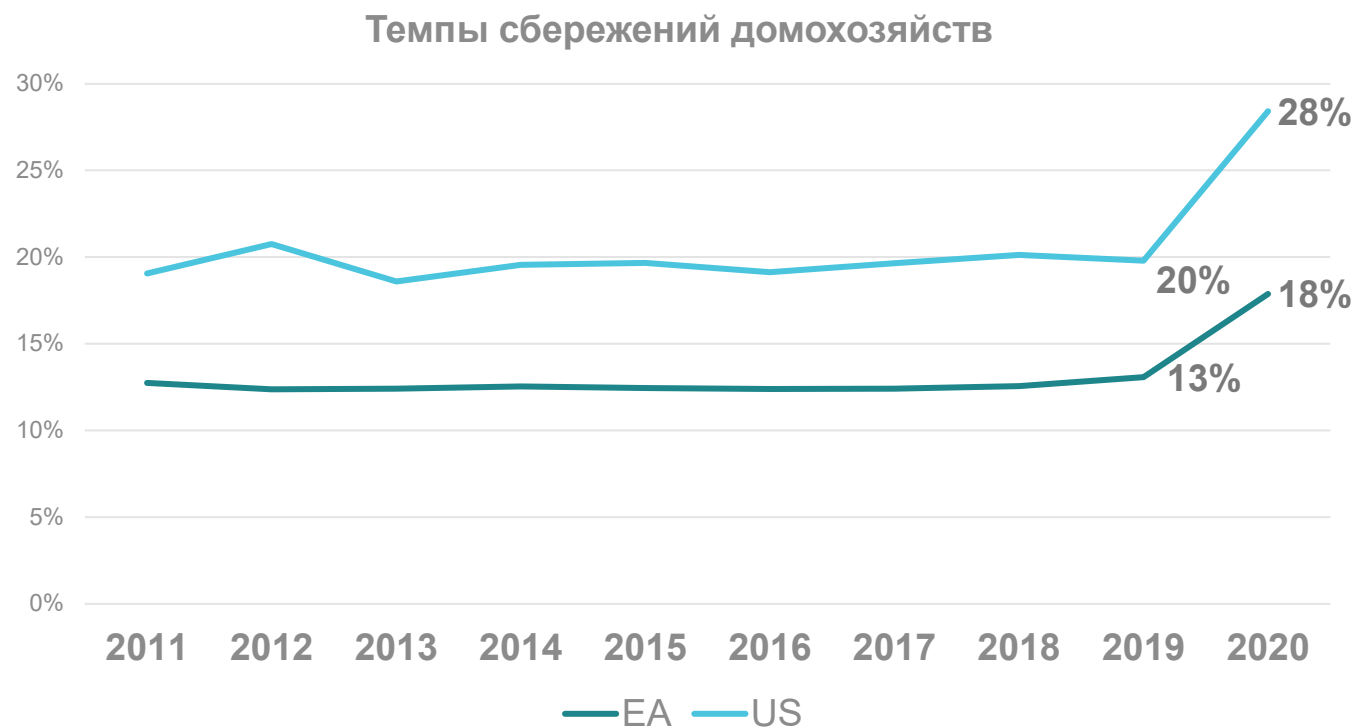
- В 2009 году: сильное кредитование органов госуправления, компенсированное покупкой долгосрочных долговых обязательств банков (в условиях крутизны кривой доходности)
- В 2015-2016 годах: сильное кредитование органов госуправления с началом масштабной покупки активов, но компенсированное снижением чистых внешних активов банков (значительная часть государственного долга была куплена у нерезидентов)

Упражнение

- Какое влияние на деньги/контрагентам по этим операциям оказывают следующие транзакции:
 - Покупка нерезидентами вновь выпущенных долговых ценных бумаг НФК
 - Покупка государственных ценных бумаг домохозяйствами
 - Продажа населением банковских облигаций сберегательным банкам
 - Покупка иностранными банками государственных облигаций, находящихся в инвестиционных фондах
 - Снятие наличных денег домохозяйствами

Анализ денежно-кредитного развития в балансе активов и пассивов нефинансовых секторов (домашних хозяйств и нефинансовых секторов) в ЕС и США

Сопутствующий скачок в уровне сбережений в США и зоне евро



От сбережений к деньгам

С помощью учетных тождеств взаимосвязь между сбережениями и деньгами может быть изменена следующим образом:

Сбережения + банковские займы + прочие обязательства - нефинансовые инвестиции – неденежные финансовые инвестиции = денежные резервы

Может быть рост сбережений без роста денежной массы и наоборот

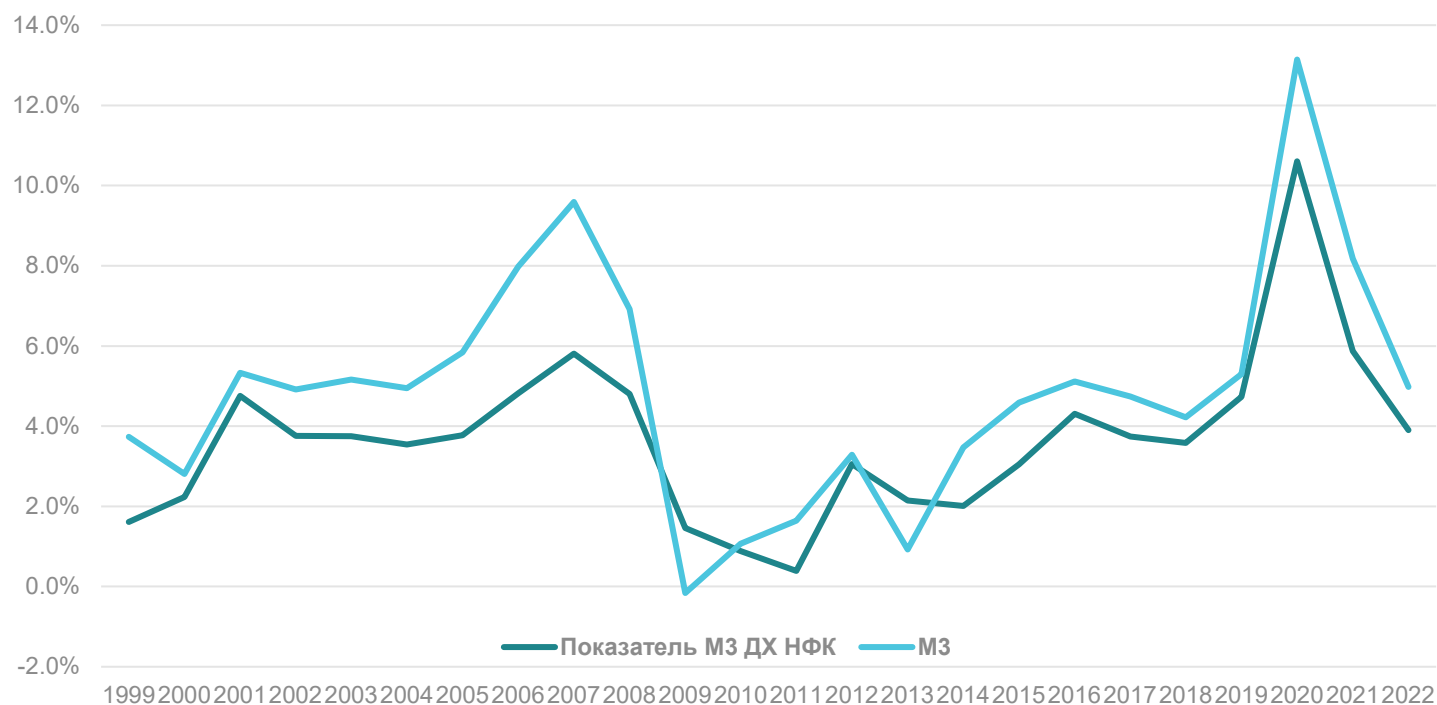
От финансовых накоплений к деньгам

- Мы упрощаем приведенное выше уравнение:
- **Чистое кредитование** (накопление минус нефинансовые инвестиции = «чистое кредитование») + банковские кредиты + прочие обязательства - прочие финансовые инвестиции = **денежные резервы**
- Мы рассматриваем развитие домашних хозяйств и нефинансовых корпораций в зоне евро (ЕА) и США

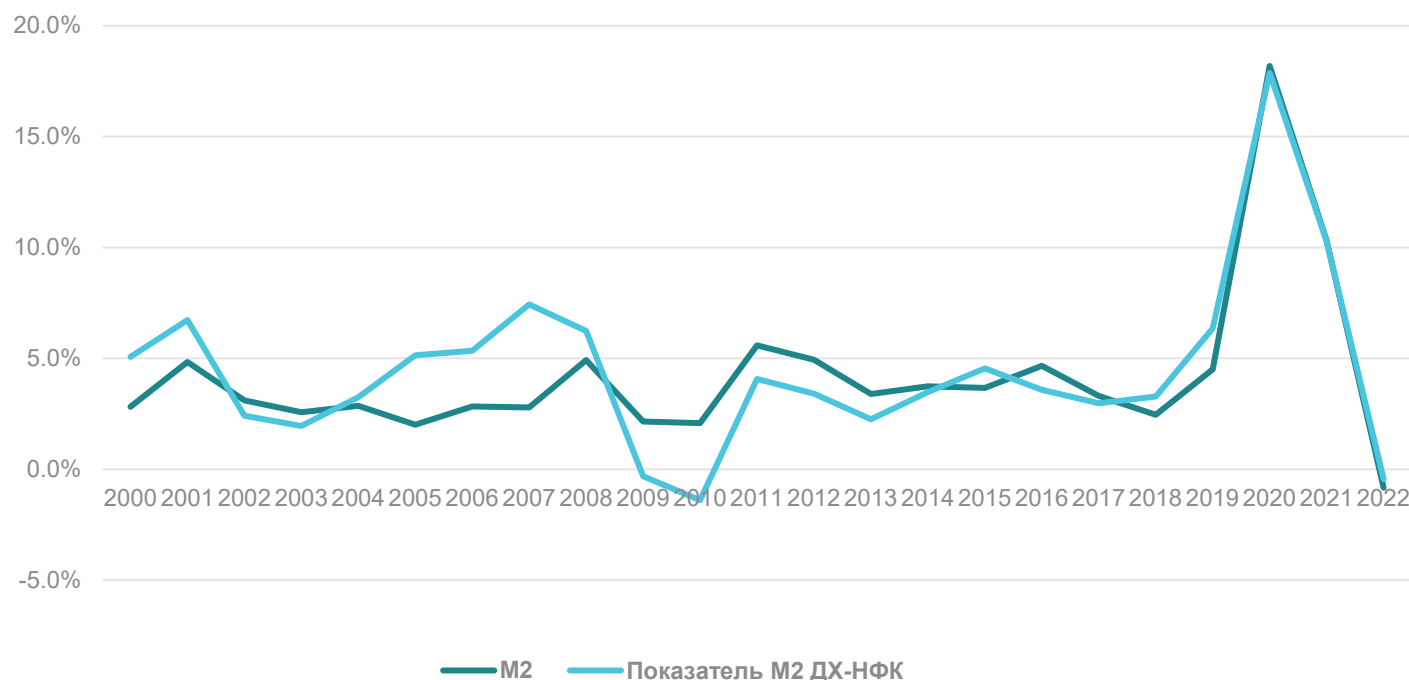
Денежные средства домашних хозяйств и нефинансовых секторов

- Фокус на части денег: исключение денег, находящихся в распоряжении финансовых корпораций, не-ДФУ (страховые, инвестиционные фонды, местные органы государственного управления)
- Разделение денег между домохозяйствами и нефинансовыми корпорациями, полученное из баланса активов и пассивов ДФУ или другой информации (финансовые счета, статистика выпущенных ценных бумаг).
- Таким образом, он является косвенным показателем (прокси) денежных агрегатов

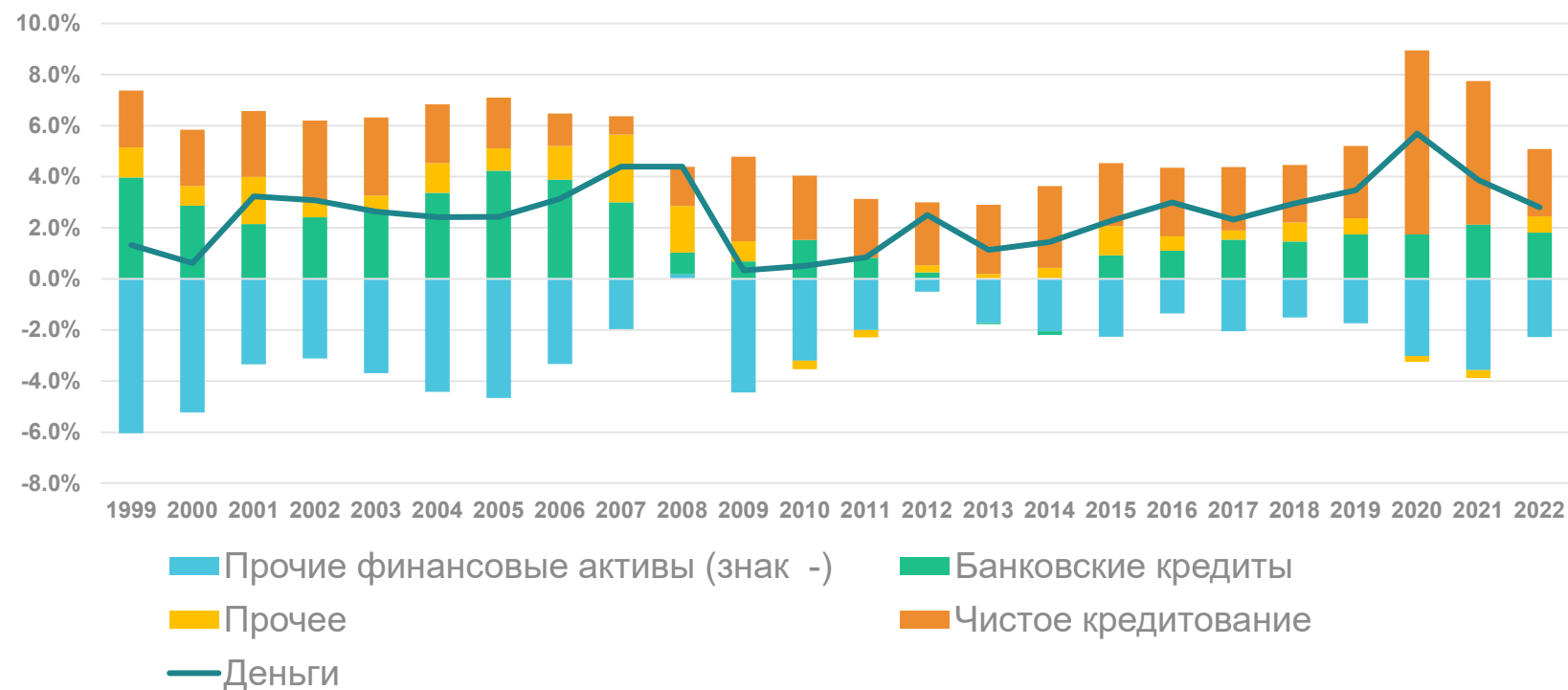
Показатель денежных резервов домохозяйств (ДХ) и нефинансовых корпораций (НФК) в зоне евро (годовые потоки, % от ВВП)



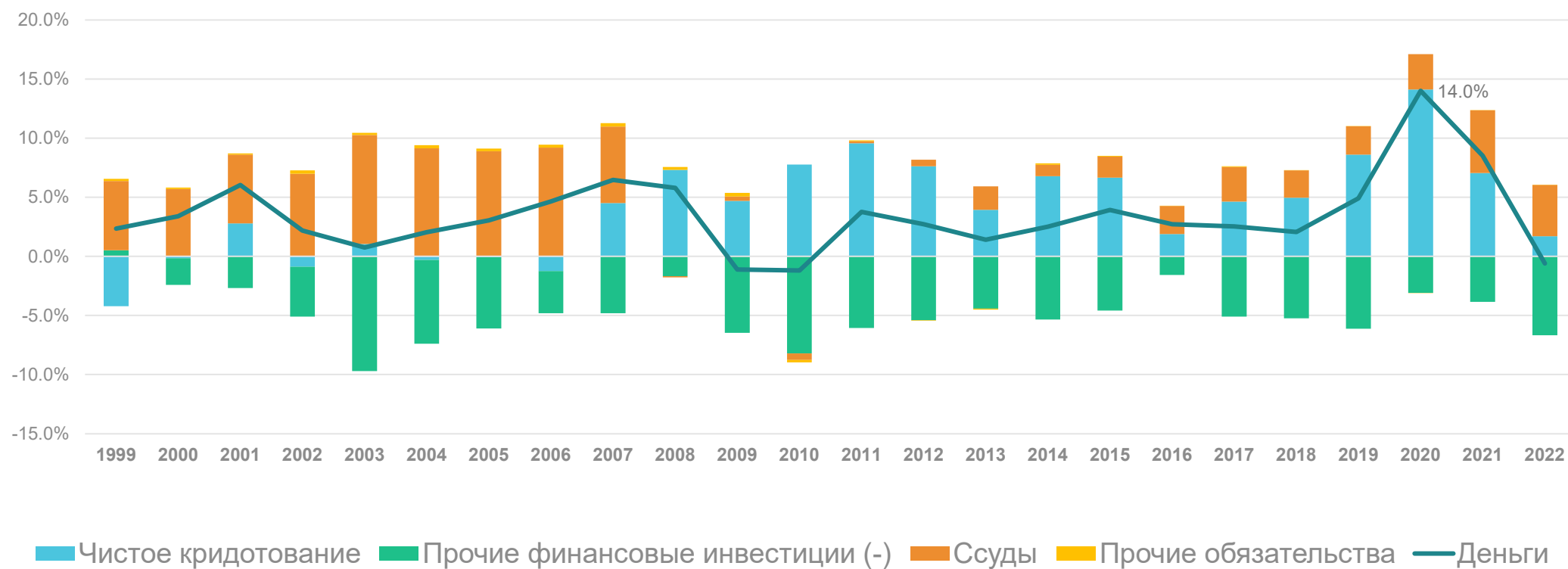
Показатель денежных резервов ДХ и НФК в США (годовые потоки, % от ВВП)



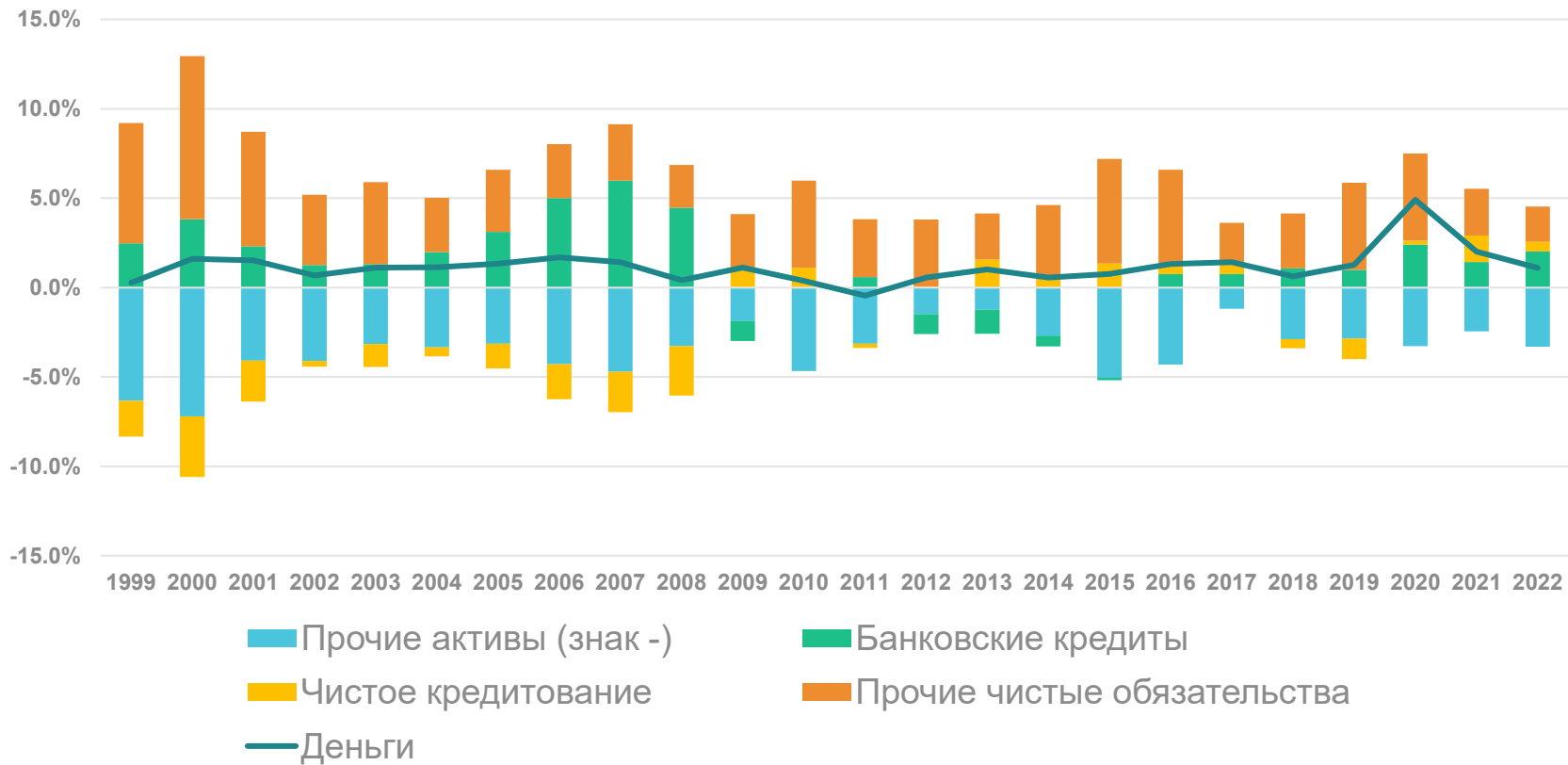
Домашние хозяйства (зона евро)



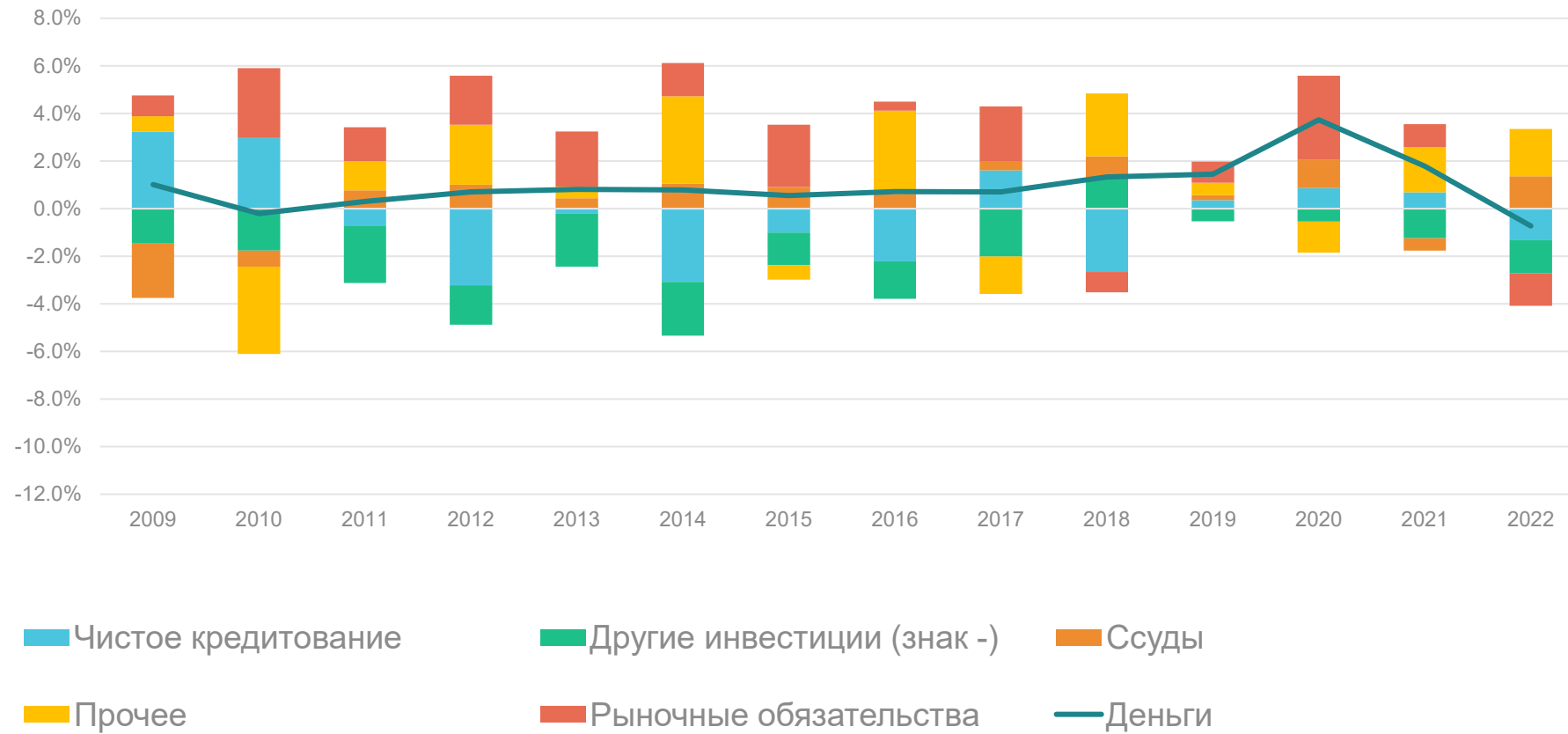
Домашние хозяйства (США)



Нефинансовые корпорации (зона евро)



Нефинансовые корпорации (США)



Секторальные изменения в период кризиса COVID

- Увеличение сбережений в основном для домохозяйств, причем в США оно сильнее, чем в зоне евро
- Монетарная динамика сдерживается продолжающимися вложениями в немонетарные инвестиции
- Накопление ликвидных активов НФК в зоне евро сильнее, чем в США
- В зоне евро наращивание ликвидности НФК происходит за счет сочетания банковских кредитов, выпуска акций, продажи неденежных активов
- В США: в основном за счет выпуска долговых ценных бумаг

Вопросы, связанные с данными

- Денежно-кредитные данные или денежно-кредитный косвенный показатель (проху), основанный на данных финансового счета? (разные стандарты)
- Основную трудность представляет собой хранение долговых ценных бумаг по секторам
- Взаимосвязь счетов: предоставляемые предприятиями друг другу ссуды, корректировки, прочая кредиторско/дебиторская задолженность

Заключение

- Проблема сопоставления данных денежно-кредитной статистики и статистики финансового счета: мировой стандарт финансового счета (СНС, ЕСС); различные стандарты денежно-кредитной статистики в регионах.
- Преимущество комбинирования данных денежно-кредитного и финансового счета для получения широкой картины сбережений и денежно-кредитного развития, особенно в штормовые периоды
- Иллюстрация секторального аспекта денежно-кредитного анализа

Благодарю за внимание!

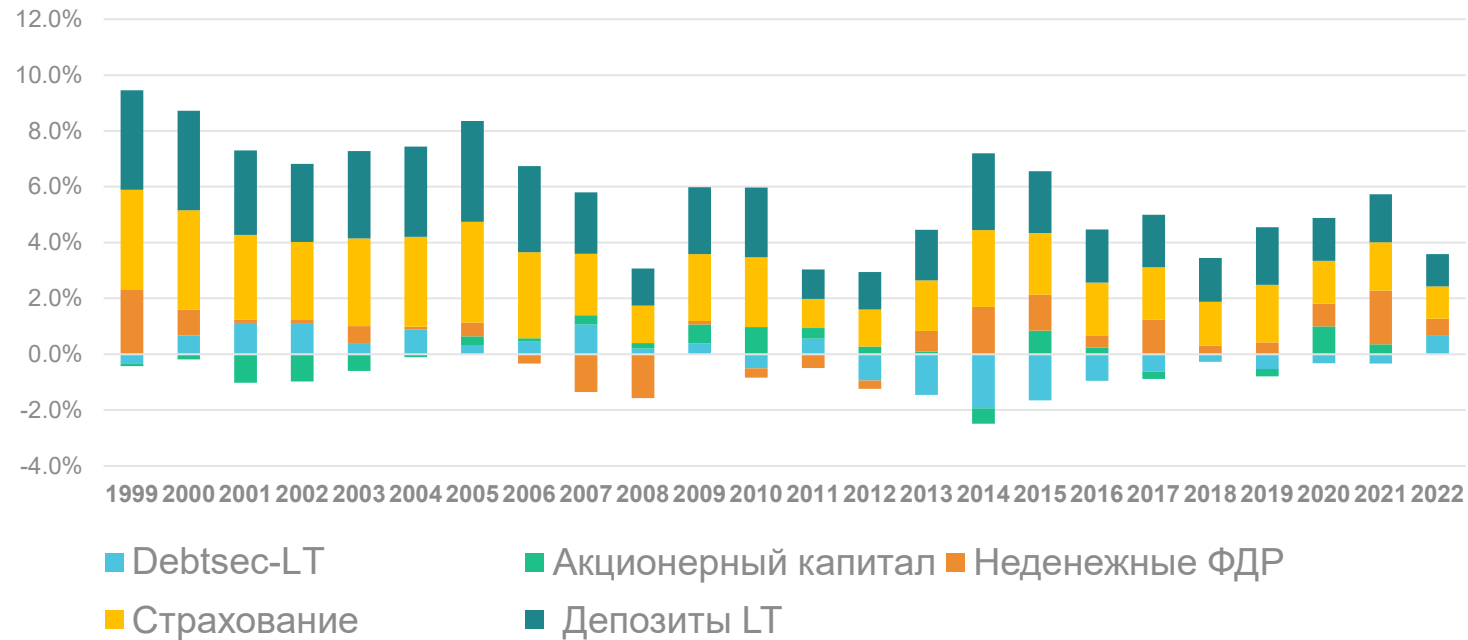
Louis.be-duc@ec.europa.eu

ССЫЛКИ

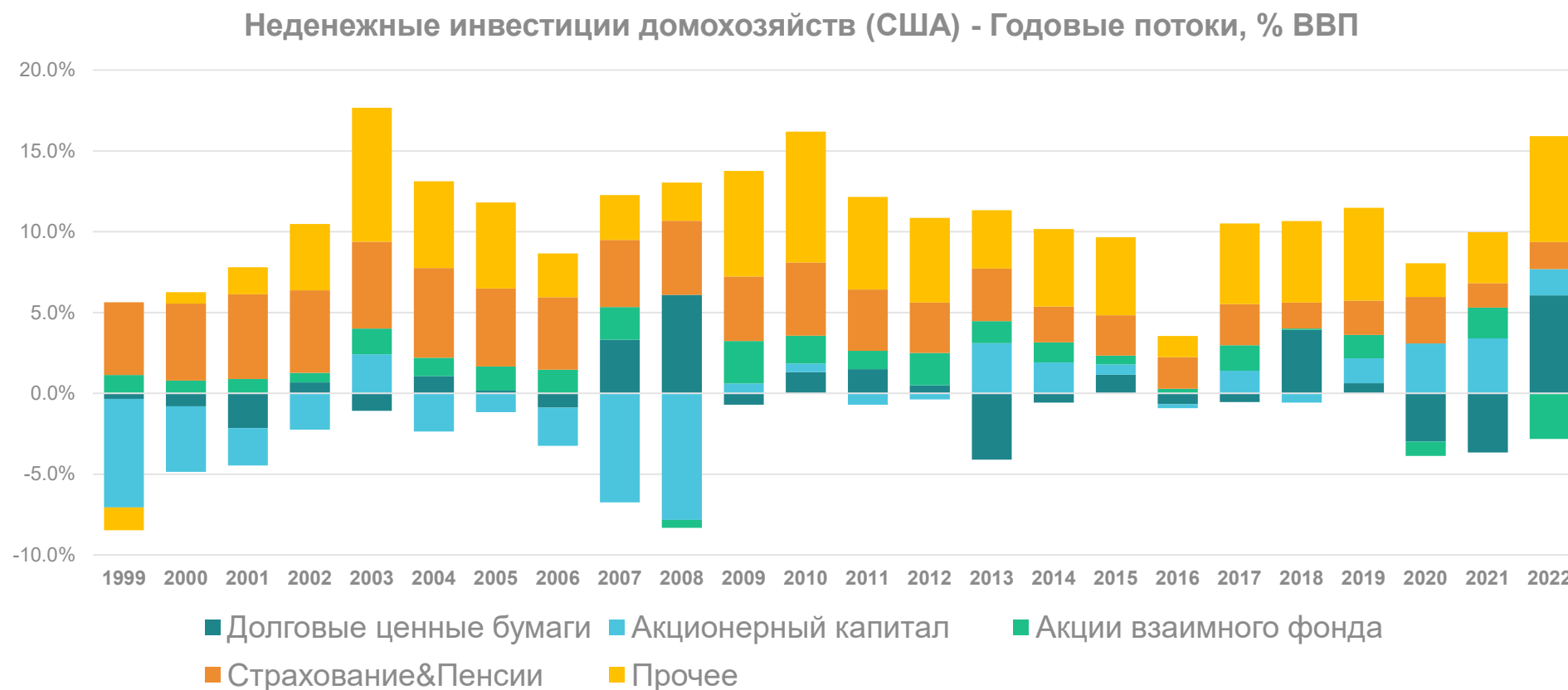
- Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике (Monetary and Financial Statistics Manual), МВФ, 2016
- Manual on MFI balance sheet statistics (*Руководство по статистике баланса активов и пассивов ДФУ*), ЕСВ 2019
- Система национальных счетов 2008 г., глава 27
- L. Bê Duc : “*Financial saving, debt and money holdings during the pandemic*” (*Финансовые сбережения, долги и денежные запасы во время пандемии*), Banque de France Blog No 256, February 2022
- L. Bê Duc, J-C. Bricongne, M. Bussière, C. Jude, A. Penalver, F. Sédillot, M. Vari, Y. Wicky: “*The increase in the money supply during the COVID crisis, analysis and applications*” (*Увеличение денежной массы в период кризиса COVID, анализ и приложения*), bulletin de la Banque de France No 239, February 2022

Приложение. Детализация активов и обязательств

Неденежные инвестиции домохозяйств (зона евро) - Годовые потоки, % ВВП

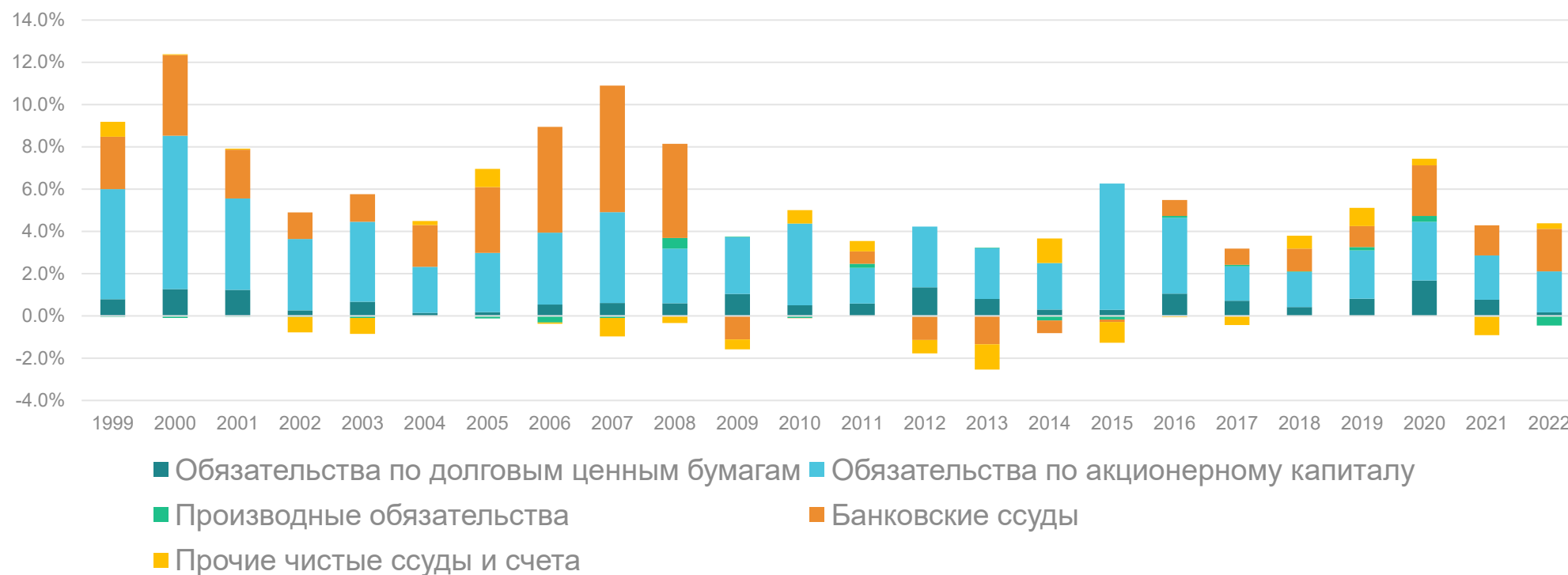


Приложение (продолжение)



Приложение (продолжение)

Обязательства НФК (зона евро) - годовые потоки в % от ВВП



Приложение (продолжение)

Обязательства НФК (США) - годовые потоки в % от ВВП

