

# Современная денежная теория **Modern Monetary Theory:** выводы для финансовых рынков и России

**Виктор Тунёв**

Управляющая компания "Агидель" [agidel-am.ru](http://agidel-am.ru)  
Telegram-канал [t.me/truevalue](https://t.me/truevalue), Facebook [trueevaluator](https://facebook.com/trueevaluator)

Санкт-Петербург, 6 декабря 2019



# Мифы вокруг ММТ

ММТ - теория о  
“печатании денег”

**Неограниченный дефицит бюджета,**  
финансируемый из Центробанка,  
- рано или поздно приведет к инфляции

ММТ **применима** только в США и странах  
с резервными валютами

**Нейтральная ставка** равна 0

- **Современные деньги**  
на макроуровне  
неограниченный ресурс,  
их не нужно “печатать”

← не **манна небесная** и  
не **вертолетные деньги**→

- Дефицит имеет **инфляционные ограничения**, но  
не имеет финансовых ограничений в суверенной  
стране. **Способ финансирования** дефицита  
бюджета не имеет значения для инфляции

- У всех стран есть ограничения для достижения  
**полной занятости неинфляционным способом**, у  
некоторых - ограничений больше

- **Естественная ставка** 0 при полной занятости, но  
ЦБ может установить любую ставку выше 0



# Кто поддержал ММТ

- **март 2019** [Сенат Конгресса США](#) - проект резолюции, **осуждающей** ММТ  
*...would lead to higher deficits and higher inflation*
- + **март 2019** [Robert Shiller](#) *Modern Monetary Theory Makes Sense*
- + **май 2019** [Ray Dalio](#) *It's Time To Look More Carefully At MMT*
- + **сентябрь 2019** [Mario Draghi](#) *We should look at them..*
- + **октябрь 2019** [Максим Орешкин](#) *Вокруг ММТ много мифов...*
- + **ноябрь 2019** [Комитет по бюджету Конгресса США](#) *We are truly in a new era* -  
слушания о пересмотре экономических издержек госдолга  
(был приглашен и выступил [L. Randall Wray](#) - один из основателей ММТ)

Mario Draghi: *These are objectively **pretty** new ideas*



# Различия в макроэкономической логике

## Мейнстрим:

### Товарные деньги

Депозиты → Кредиты

(денежный мультипликатор)

Нейтральная ставка - из спроса на деньги, ЦБ определяет объем денег

### Государство = домохозяйство

Дефицит бюджета *crowding out* инвестиции и ведет к росту ставок

Налоги финансируют расходы

Сбережения → Инвестиции → Рост  
Дефициты - это плохо

## ММТ:

### Фиатные/Кредитные деньги

Кредиты создают депозиты

(*Modern Money Creation*)

Ставку устанавливает Центробанк, но не таргетирует объем денег

### Суверенное государство ≠

Дефицит создает доходы, сбережения и понижает ставки

Налоги ограничивают инфляцию

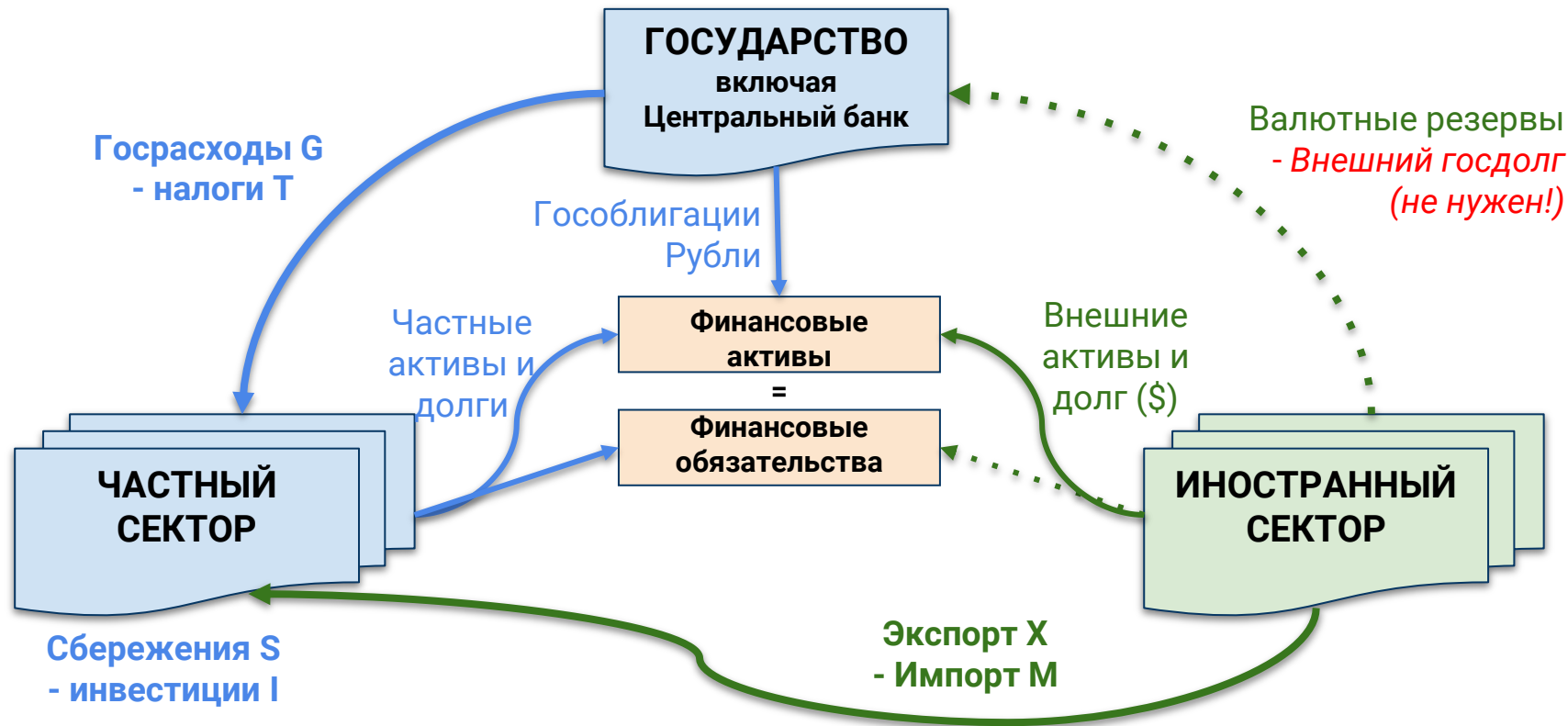
Дефициты → Инвестиции → Рост  
Сбережения - вычет из роста

# Секториальные балансы

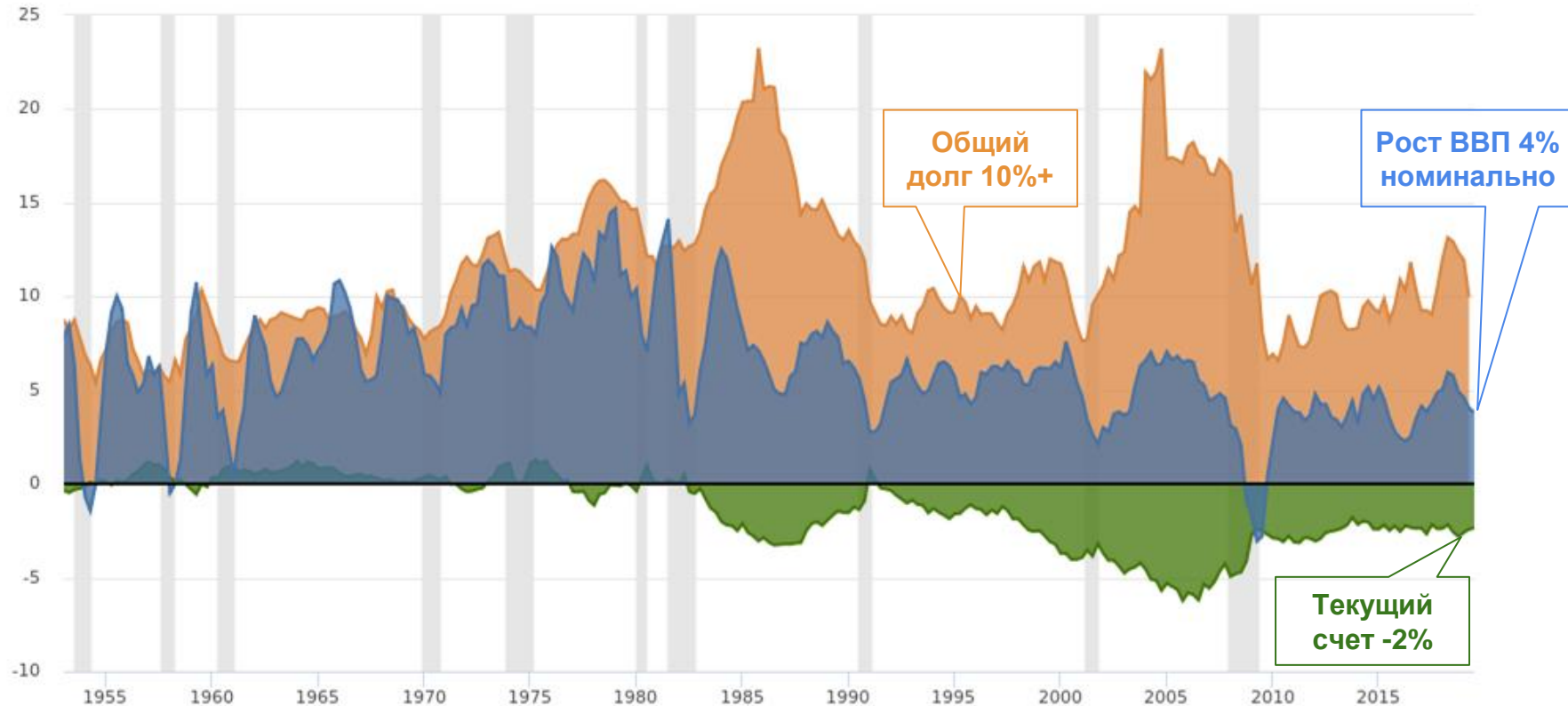
→ движение “денег” (чистых сбережений)

чистые сбережения

$$S-I = G-T + X-M$$



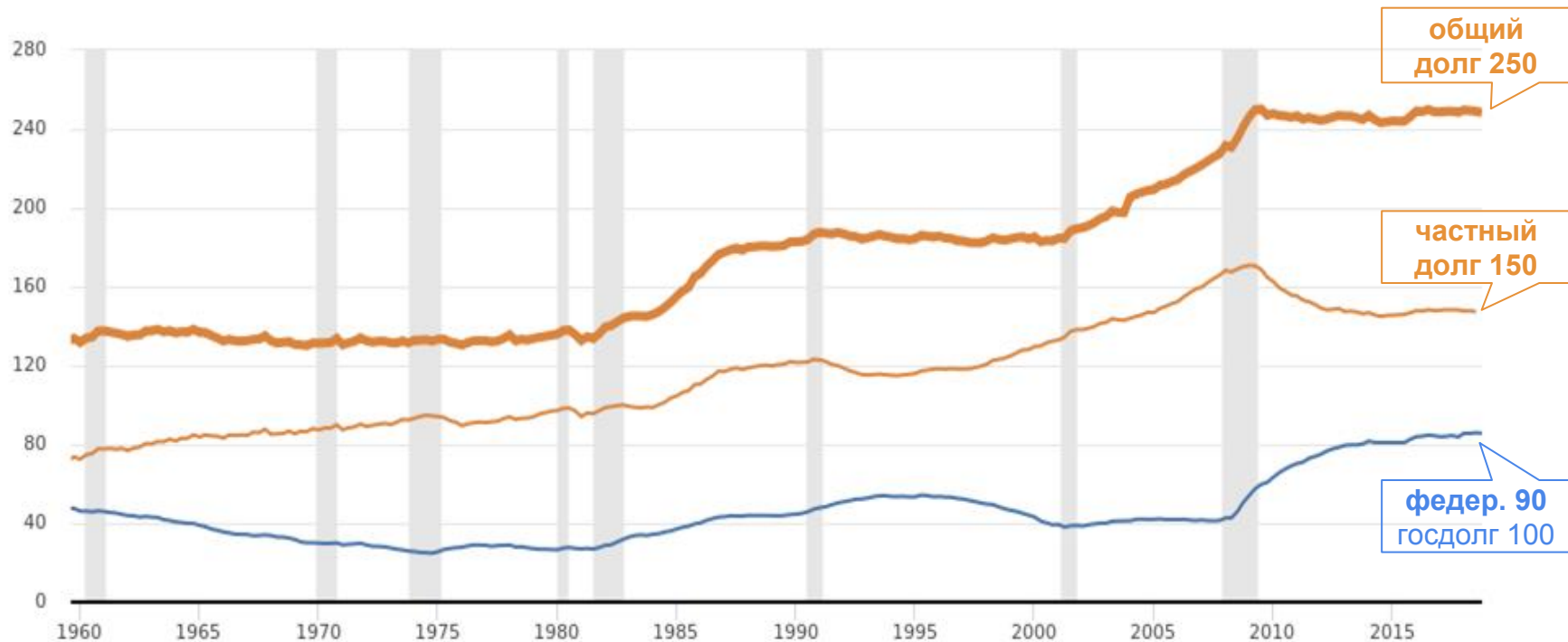
## США: прирост долга ~10% ВВП и ~2% реального ВВП



Европа: прирост долга и финансовых сбережений ~8% ВВП и ~1% реального роста ВВП

Китай: прирост долга и финансовых сбережений ~25% ВВП и ~6% реального роста ВВП

## США: динамика долга к ВВП - 250%

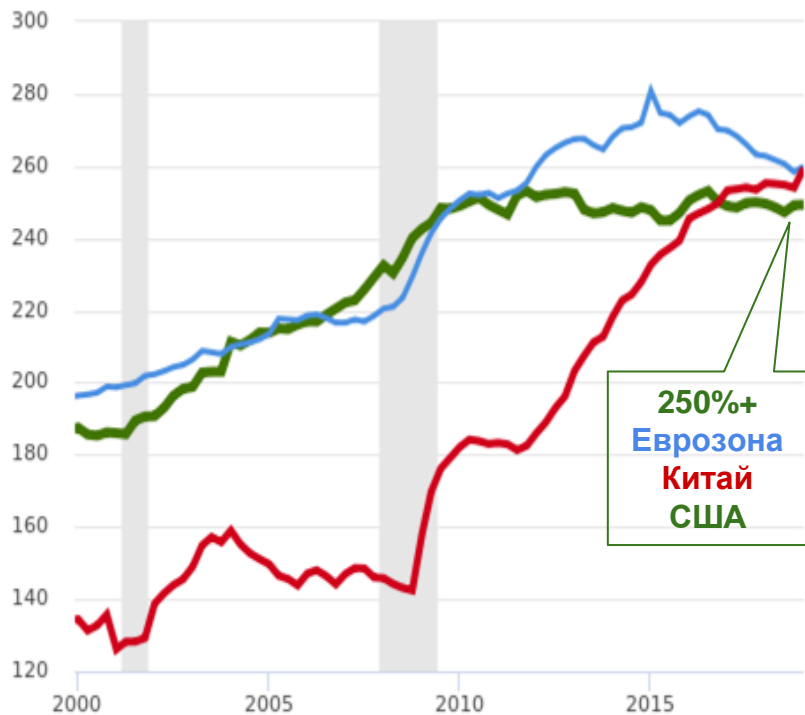


**250% общий долг/ВВП стабилен при росте кредита и сбережений на 10% ВВП в год и номинальном росте ВВП 4% (2% реального роста + 2% годовой инфляции).**

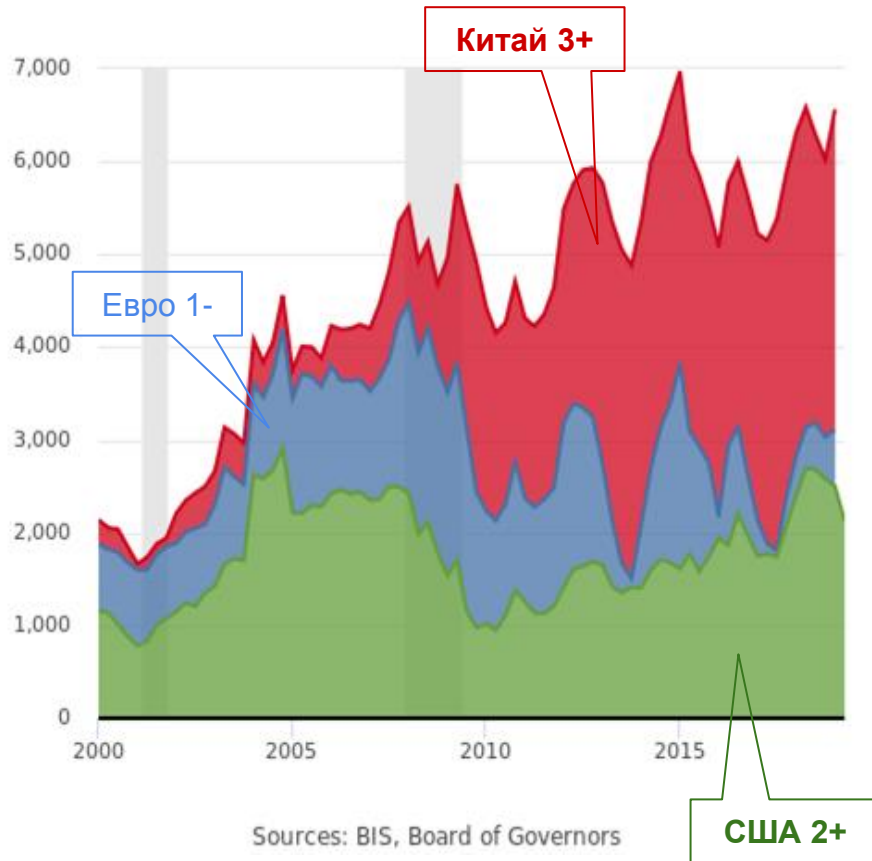
**Этот уровень достигнут во всех крупных экономиках мира**



# Мир: 250% общий долг к ВВП, +\$6 трлн в год US+EZ+China



Sources: BEA, BIS, Board of Governors



Sources: BIS, Board of Governors

# Россия: “Кредитное предложение” и рост ВВП

Идея М.Орешкина и Минэкономразвития ([Картина кредитования](#) 05.11.2019)



# ММТ: выводы для России

**Суверенная страна**, но действует во многом как **несуверенная**:

- + плавающий курс с 2015 года
- + государство занимает преимущественно в рублях
- бюджетная политика зависит от иностранной валюты
- Банк России скупает 70-90% производства золота в России

## Рекомендации:

- Увеличить динамику расходов бюджета или дефицит ~2% ВВП  
(выбор: дефицит бюджета или прогрессивная шкала по доходам)
- Исключить накопление резервов и дефицит ~0% как самоцель  
(бюджетное правило с рублевой ценой нефти и без валютного риска)
- Не допускать высокой доли нерезидентов на рынке госдолга
- М.Орешкин: необходимо “кредитное предложение” 5-7% ВВП

# ММТ: выводы для финансовых рынков

## Процентные ставки и рынки долга

- + нулевые или низкие ставки в *твёрдых* валютах (0-2%)
- *перманентные кризисы в несuverенных странах и валютах*
- QE не приводит ни к инфляции, ни к полной занятости, ни к росту
- Фискальная политика эффективнее монетарной  
(отрицательные ставки не помогут)

## Рынки акций:

- + рост, пока Китай и США наращивают долг по ~\$5 трлн. в год
- *риск дефляции и политики бюджетной консолидации (austerity)*
- + сокращение премии за риск, рост за счет valuation (P/E)

## Финансовая индустрия:

- *снижение комиссий, маржи банков*
- увеличение доли небанковских инструментов и активов
- криптовалюты - не деньги, *несuverенные* криптовалюты - тупик

# Виктор Тунёв

FB [Truevaluator](#), Telegram [Truevalue](#), лекция [ММТ и экономический рост](#)

## Мои *KNOW-HOW*:

1. **ММТ** - 10 лет изучения, применительно к России  
*как работает экономика и монетарная система*
2. **“Умная ипотека”** - 4 года - займы от застройщика  
*как работать со счетами эскроу в новых условиях*
3. **УК “Агидель”** - 22 года аналитики и управления активами  
*как управлять портфелем акций: [ПИФ Агидель-акции](#) №2 из 200 за 5 лет*

**Спасибо за внимание!**

# ПИФ Агидель-акции 254% за 5 лет - рэнкинг [Investfunds.ru](http://Investfunds.ru)

№	ПРЕДЫДУЩАЯ ПОЗИЦИЯ	ФОНД	ПРИРОСТ
1	1	Апрель Капитал – Акции сырьевых компаний Апрель Капитал	307.47%
2	2	Агидель - акции Агидель	253.74%
3	3	Апрель Капитал – Акции сырьевых компаний Апрель Капитал	251.97%
4	4	УРАЛСИБ Энергетический УРАЛСИБ	243.22%
5	8 ▲	ВТБ – Фонд Предприятий ВТБ Капитал Управление	225.71%
214	215 ▲	Газпромбанк – Фонд международных Газпромбанк — Управление	0.64%
215	217 ▲	ТКБ Инвестмент Партнерство ТКБ Инвестмент Партнерство	-2.15%
216	218 ▲	Газпромбанк – Нефть Газпромбанк — Управление	-32.85%



~29% годовых  
2 место из 216  
за 5 лет%  
октябрь 2014 -  
октябрь 2019

+28% за 1 год  
19 место из 241

**Дисклеймер:** не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Стоимость инвестиционных паёв может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходность в будущем.