

М. Ершов

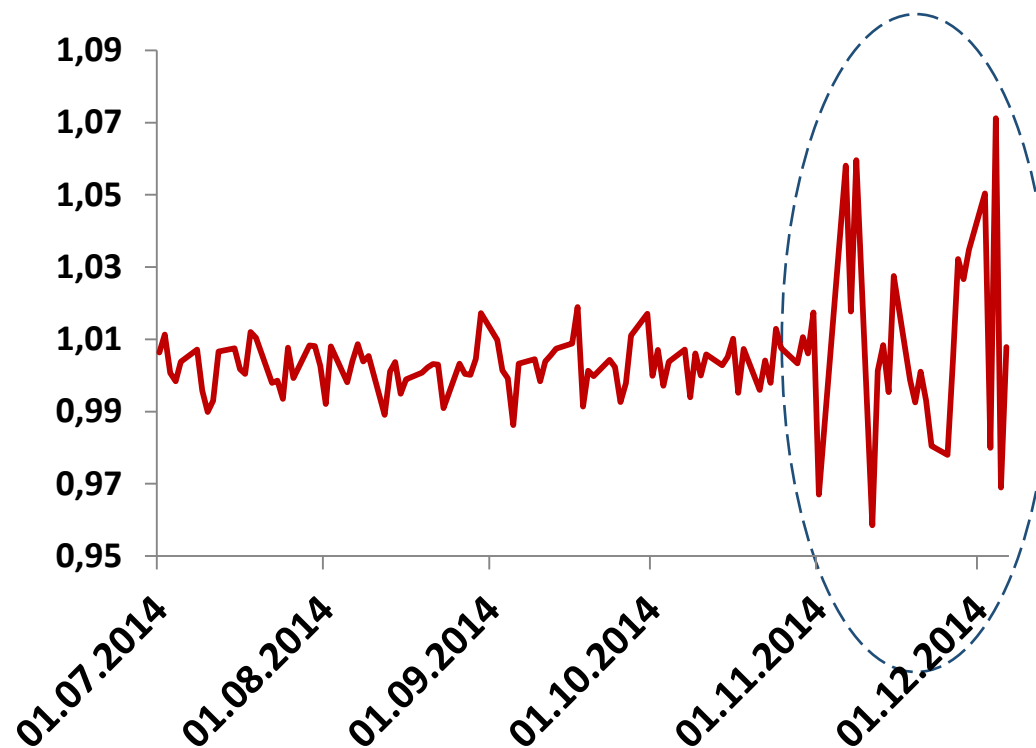
Денежно-кредитные механизмы антикризисной
политики в современных условиях

www.ershovm.ru

С 10 ноября 2014 г. Банка России ввел режим плавающего курса рубля. В результате чего волатильность валютного курса рубля резко возросла

Индекс номинального курса рубля к доллару США

(к предыдущему дню)



При этом:

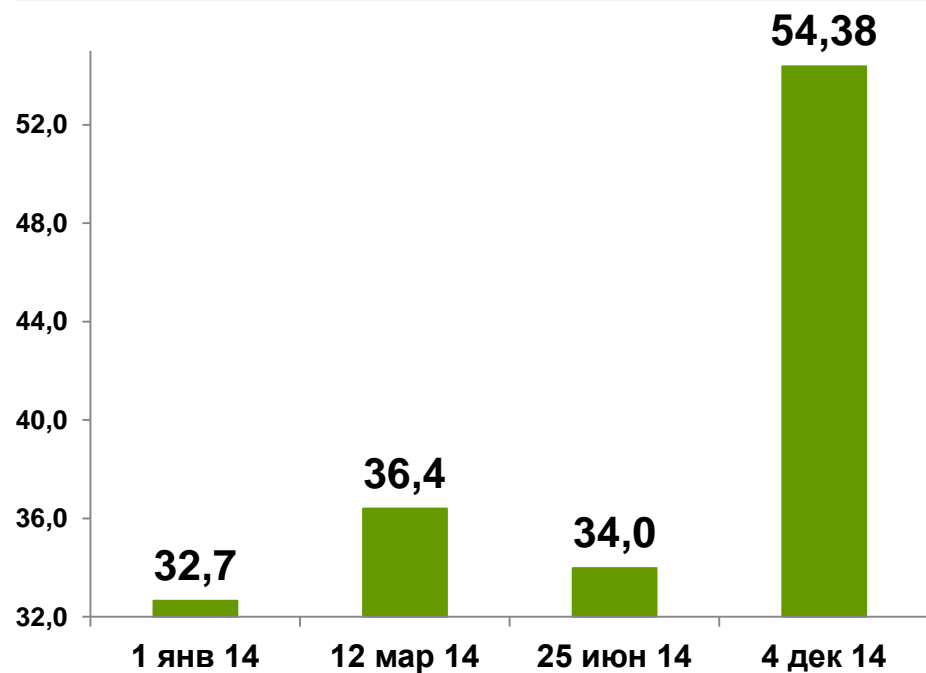
«Защита и обеспечение устойчивости рубля —
основная функция Центрального банка Российской
Федерации»

(Конституция РФ. Статья 75. п. 2)

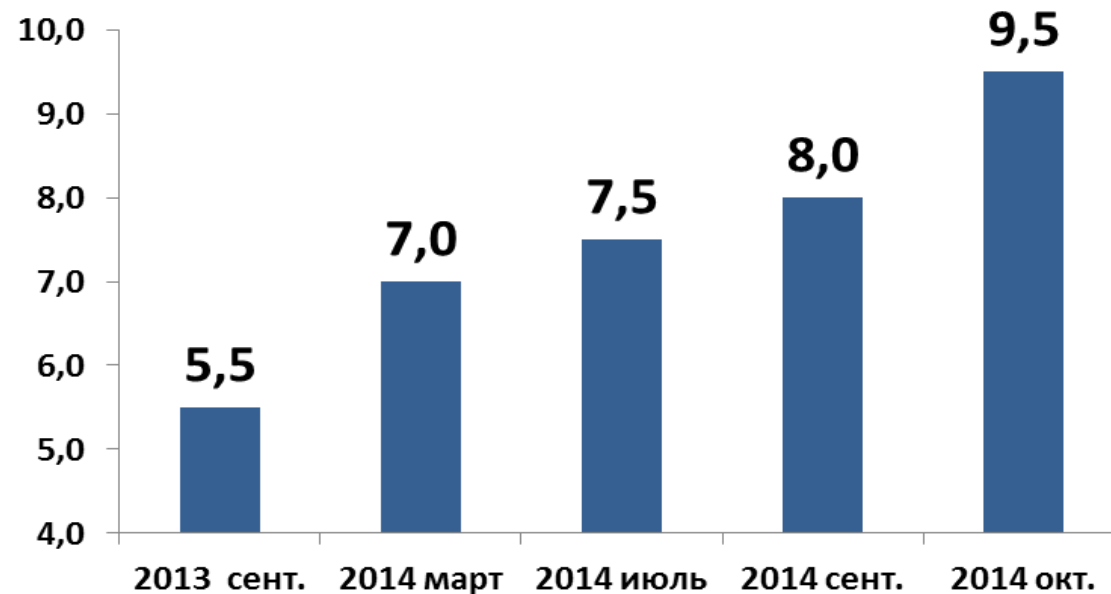
Инфляционное таргетирование предполагает уменьшение контроля за стабильностью валютного курса при одновременном увеличении устойчивости процентных ставок.

Фактически же волатильность курса сопровождается и постоянным изменением ставок.

Курс рубля (руб./долл.)



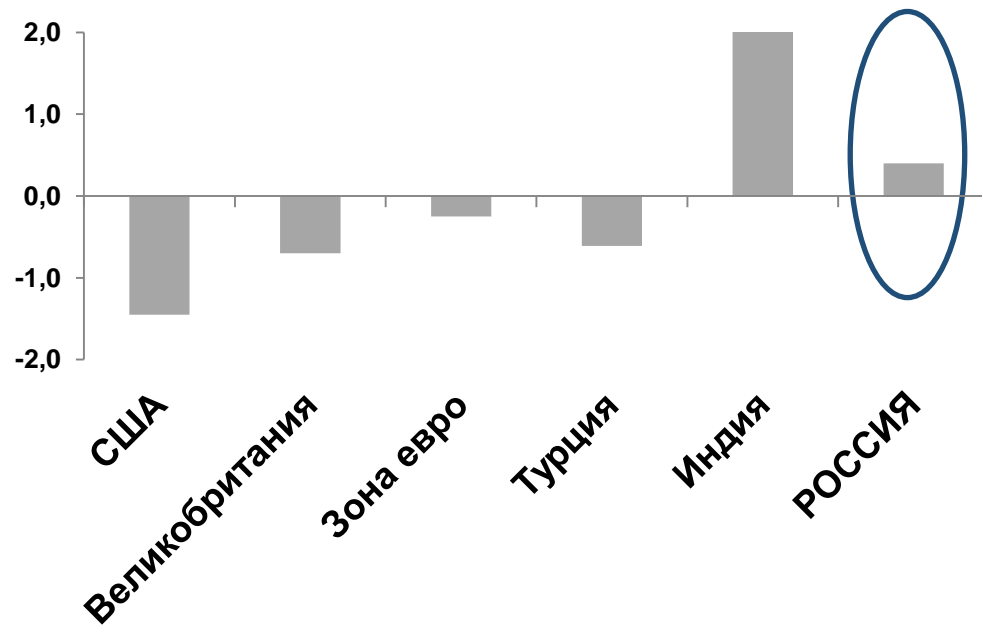
Ключевая ставка Банка России (%)



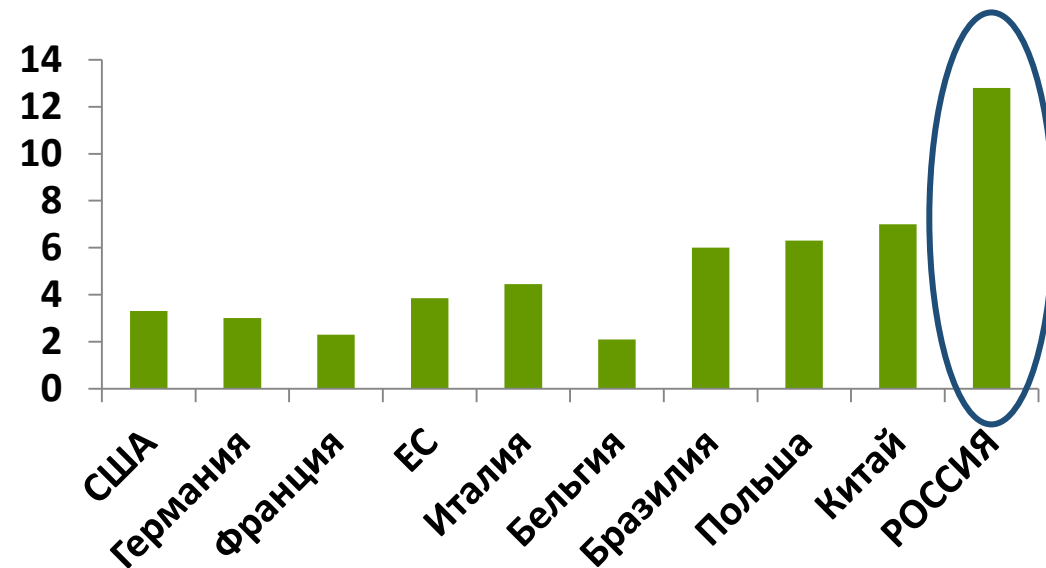
Ставки по кредитам также возросли. Согласно ЦБ РФ, это связано «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований...»

(Источник: ЦБ РФ, Проект ЕДКП, стр. 16)

Реальные ставки рефинансирования в ряде стран (%)



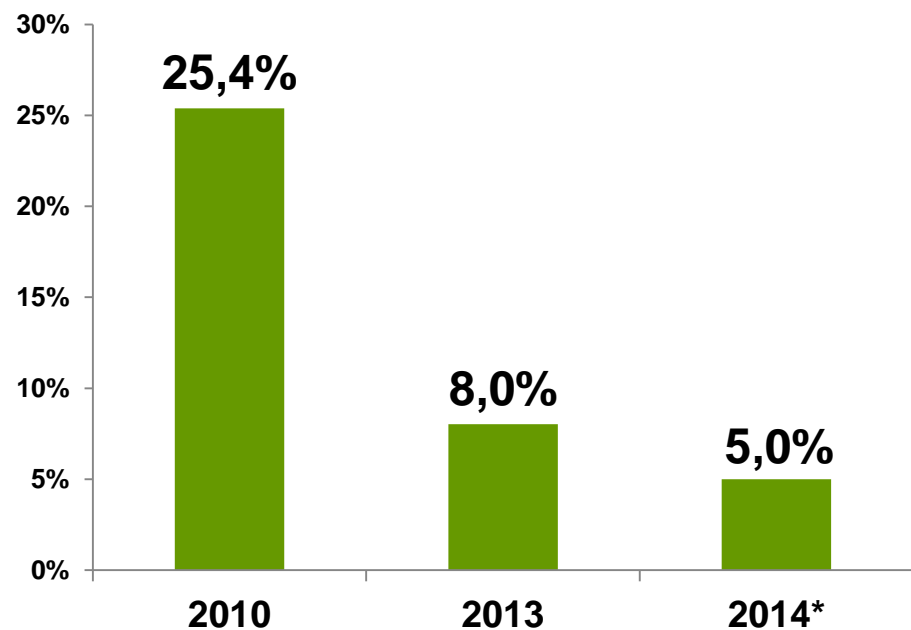
Ставки по кредитам нефинансовым организациям (%)



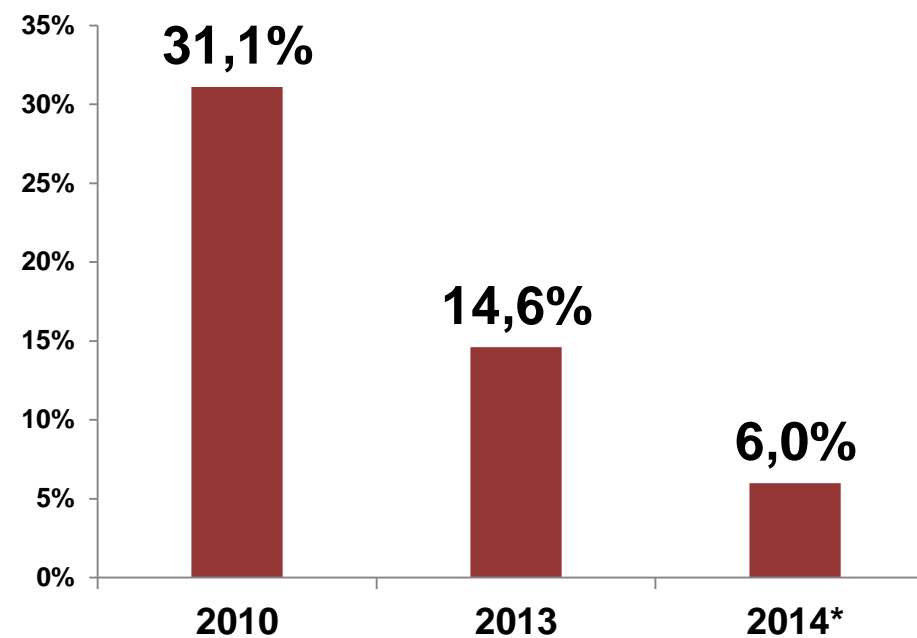
Вызывает по меньшей мере недоумение, когда ужесточение внешней среды сопровождается не смягчением, а ужесточением (!) внутренних подходов регуляторов

Высокий уровень ставок обусловлен постоянным снижением ликвидности, которая сокращается и будет еще меньше с учетом объема погашения внешнего долга (в 4 кв. 2014 г. и 2015 г. в объеме почти 180 млрд. долл.)

Темпы прироста денежной базы (г/г, %)



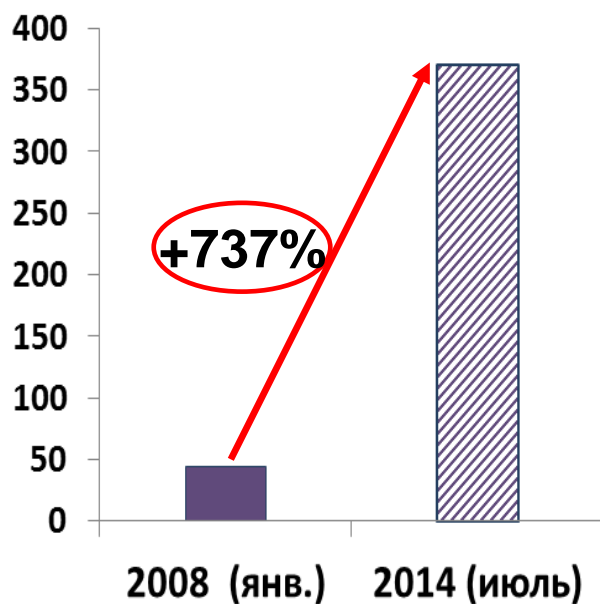
Темпы прироста М2 (г/г, %)



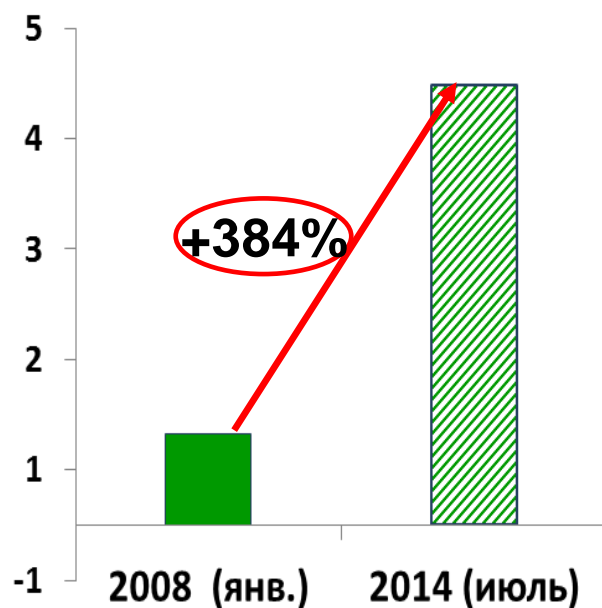
Жесткая денежная политика ЦБ РФ отмечалась и до санкций.
Отставание от других стран иногда было многократным

Денежная база

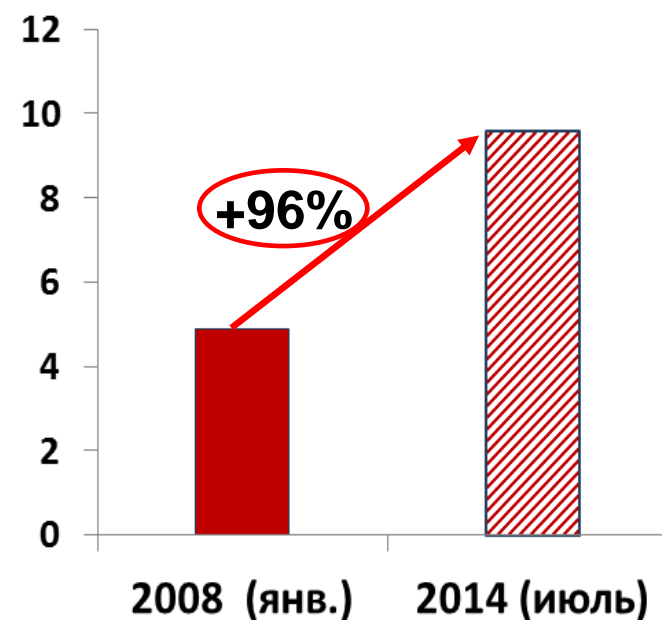
ШВЕЙЦ. ФРАНКА (млрд. швейц. фр.)



ДОЛЛАРА США (трлн долл.)

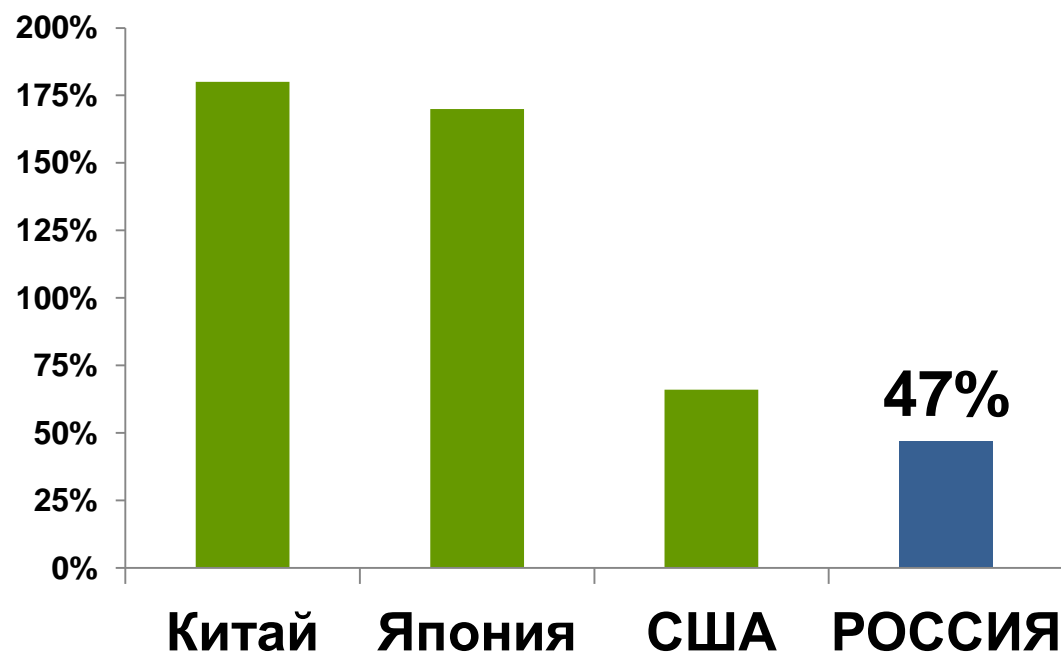


РУБЛЯ РФ (трлн руб.)

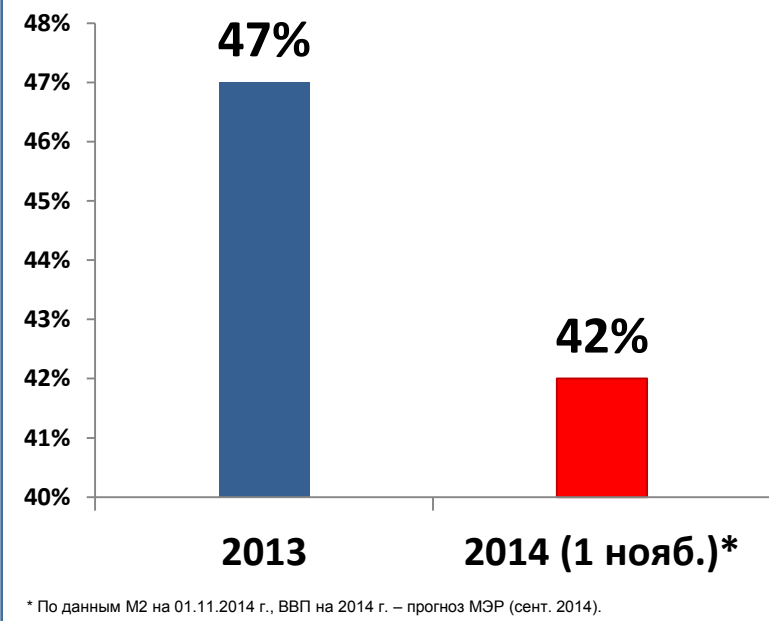


В результате уровень монетизации экономики России по-прежнему один из самых низких в мире

Монетизация экономик ряда стран (M2/ВВП, %)



Монетизация экономики РФ (M2/ВВП, %)



Необходимость монетизации очевидна

При этом важно:

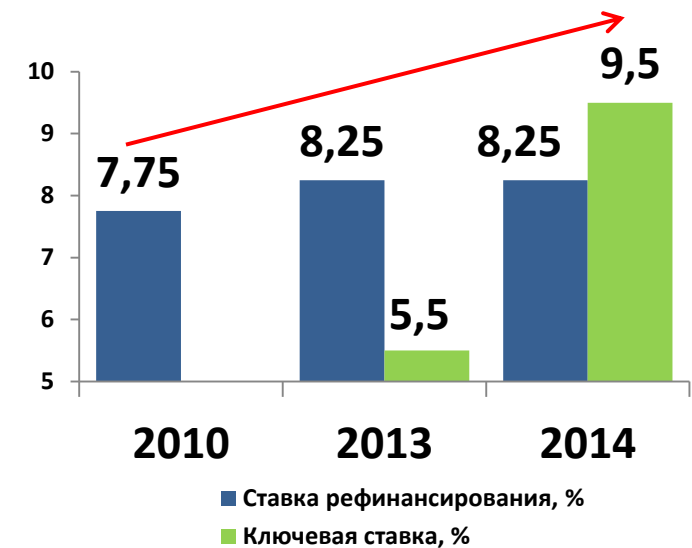
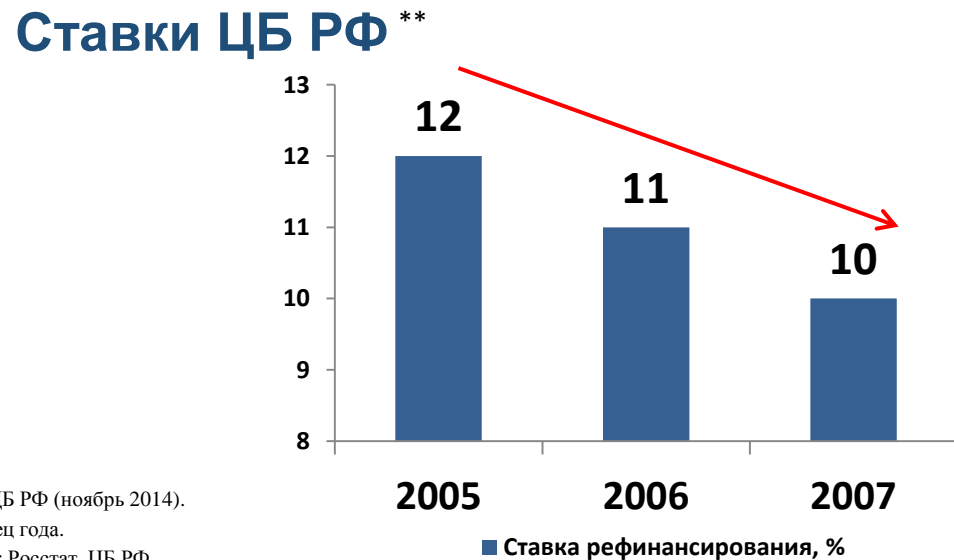
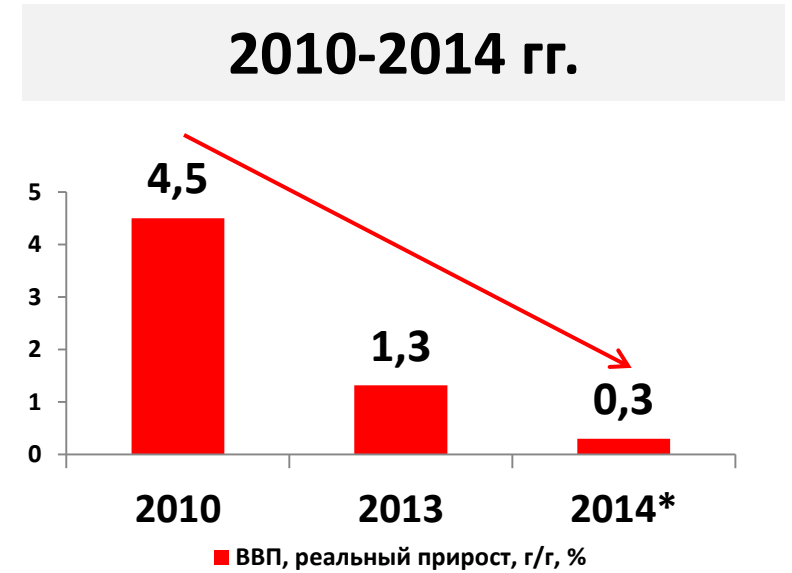
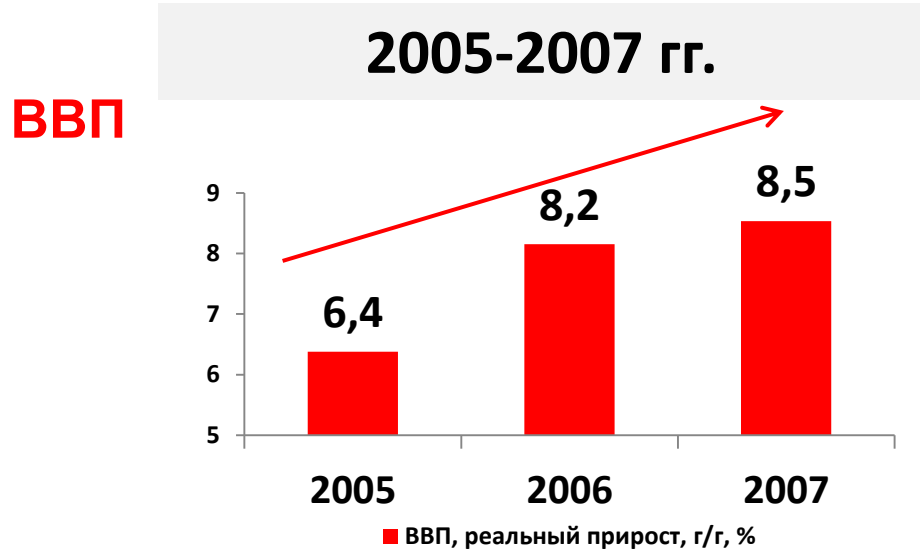
- не допустить резкого давления на валютный курс
- снизить инфляционные риски

Регулятор для стабилизации валютного рынка:

1. Ограничивает предоставление рублевой ликвидности. Однако это также ограничивает доступ средств для остальной «рублевой» экономики.
2. Повышает процентные ставки. Это также тормозит

рост.

Рост экономики РФ и ставка рефинансирования Банка России



*оценка ЦБ РФ (ноябрь 2014).

** на конец года.

Источник: Росстат, ЦБ РФ.

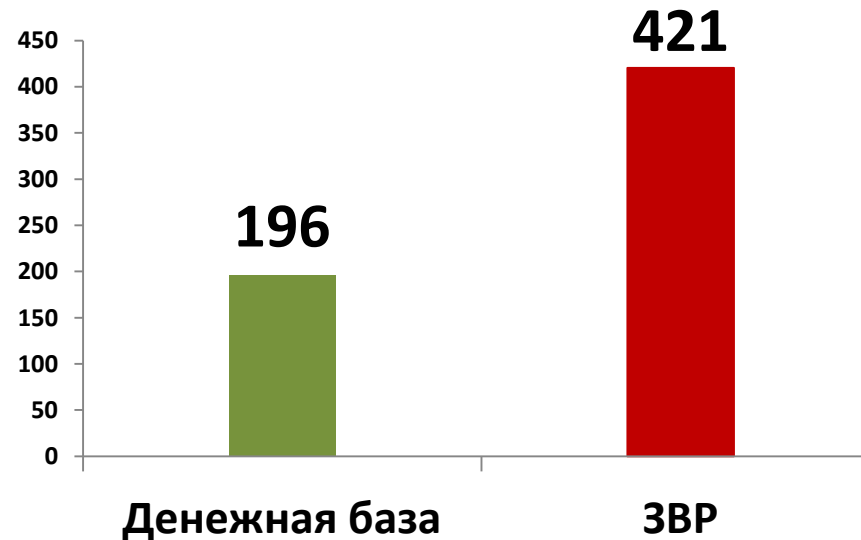
МВФ (окт. 2013):

«Либерализация денежно-кредитной политики и бюджетные стимулы позволили Японии добиться впечатляющего оживления экономической активности».

➤ не допустить резкого давления на валютный курс

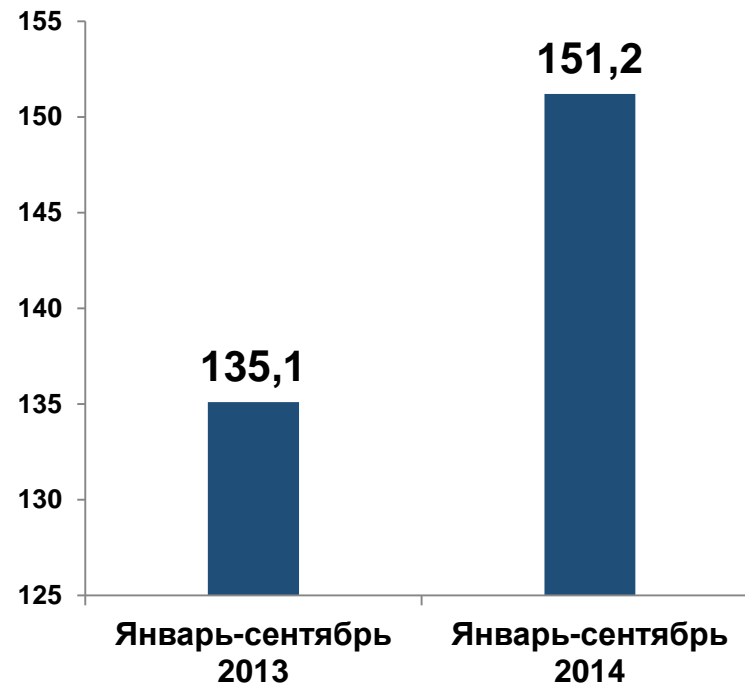
- Четкая формулировка по курсовым предпочтениям
- Определяющие возможности регуляторов (ЗВР в 2 р. больше, чем вся рублевая эмиссия (ден. база))

ЗВР России и денежная база рубля (млрд. долл.)



Положительное сальдо торгового баланса добавляет валютную обеспеченность экономике

Торговый баланс РФ (млрд. долл.)



- **Использование всех нормативов для превращения рубля в более привлекательный актив**
(примеры Швейцарии и Японии).
- **Рычаги регулирования валютного рынка**
(вал. позиции – в т. ч. пример 1998 г., когда использовалась «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям»).

- Корпоративные внешние долги выше, чем ЗВР. Однако, их большая часть – это внутренние кредиты между связанными компаниями и сроки платежей по ним растянуты во времени.
- Целесообразность использования национальных ресурсов и национальных активов для погашения обязательств частного сектора **небесспорна**.
- Если по **стратегическим** соображениям такие решения все-таки будут приняты, то возможно рассматривать возобновление частичной продажи валютной выручки для восполнения ЗВР.

➤ **не допустить инфляционные риски**

А. Кудрин (Вопросы экономики, № 3, март 2013):

« прирост денег в экономике был чрезмерным и служил дополнительным источником инфляции (см. рис. 7). »



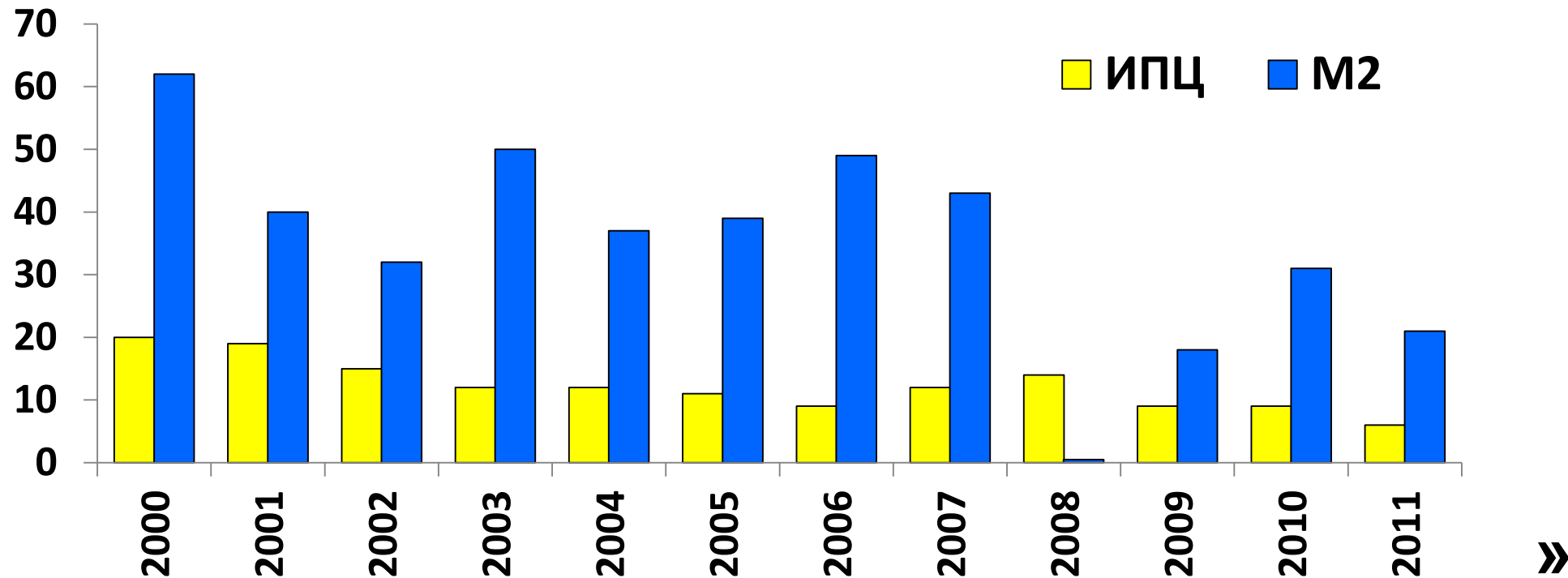
Источник: Банк России.

Рис. 7

М. Ершов (Аналитический банковский журнал, № 12, дек. 2012):

« [Рис. 1] Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000 – 2011 гг., %

А) ежегодный прирост

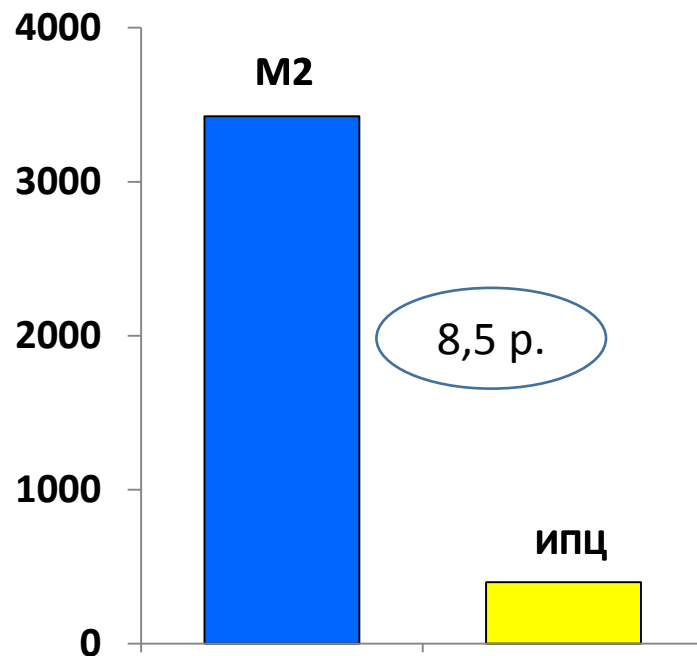


Источник: ЦБ РФ.

М. Ершов (Аналитический банковский журнал, № 12, дек. 2012):

« [Рис. 1] Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000 – 2011 г., %

Б) суммарный прирост



Источник: по данным ЦБ РФ.



«Немонетизированные операции ...могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики».

Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. Москва. Экономика. 2000 г.

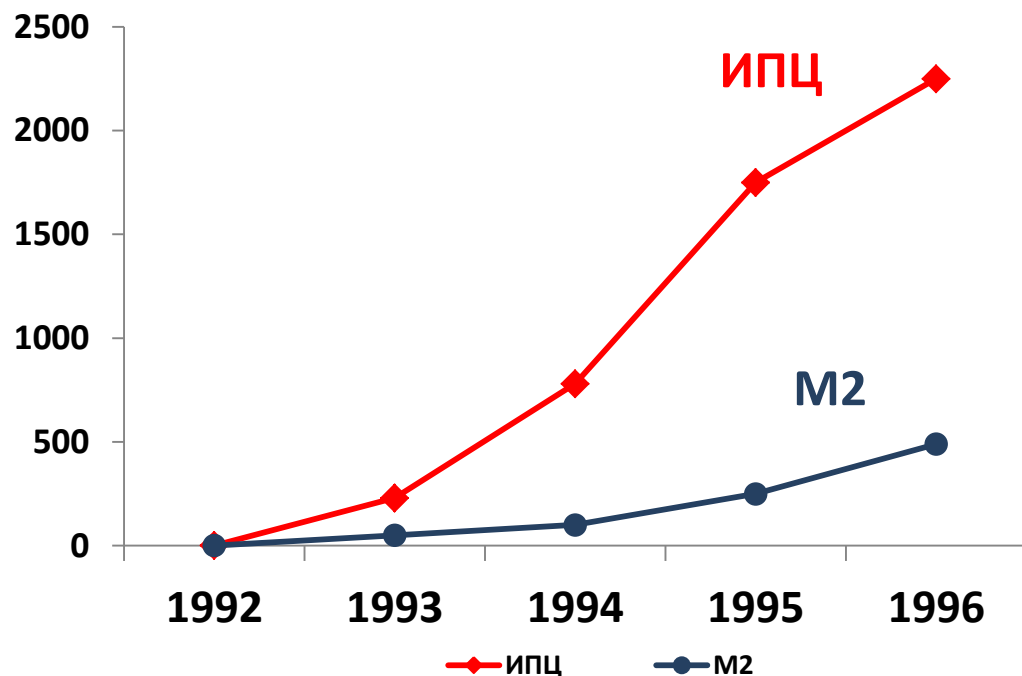
Вследствие низкой монетизации российская экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безынфляционной основе».

Ершов М.В. 2000 г.

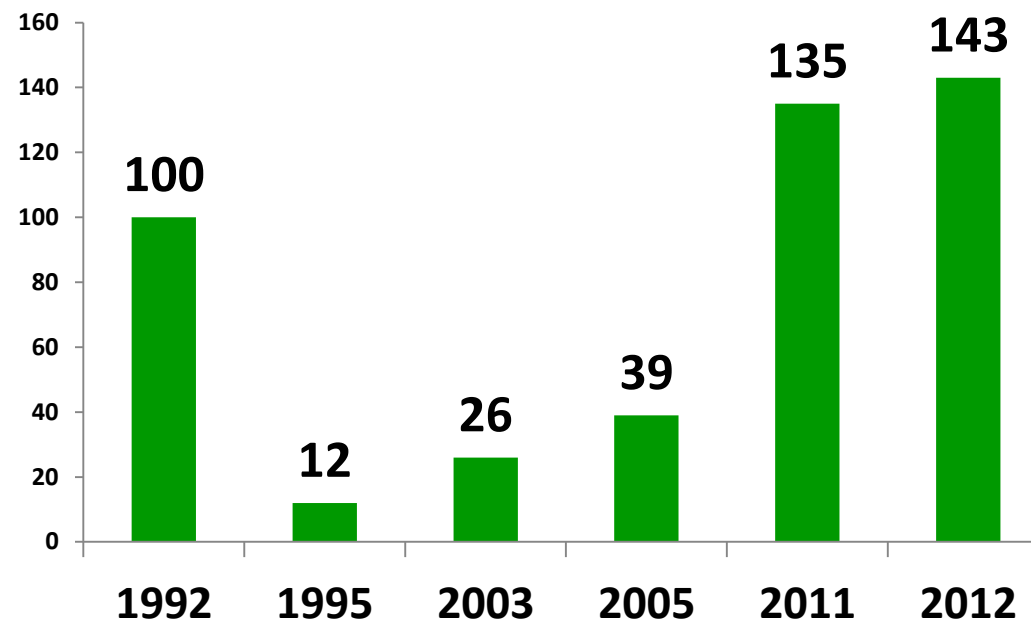
Такие выводы были вполне обоснованы, т.к.:

Многokратный взлет цен в 90-е гг. привел к реальному сжатию денежной массы почти в 10 (!) раз

Индексы потребительских цен и M2 в 1992 – 1996 гг. в РФ (1992 г. =1)



Динамика реальной денежной массы в 1992- 2012 гг. в РФ (1992 г. =100%)



После провала 90-х гг. капитализация и монетизация растут, но остаются низкими

Наличие длинных денег – важный фактор экономической стабильности особенно в условиях санкций

- **Длинное рефинансирование ЕЦБ на 3 года (LTRO). Было выдано свыше 1 трлн евро.**

Тот объем ликвидности, который был получен российской экономикой от экспорта сырой нефти в течение 10 лет (!), в еврозоне был обеспечен двумя чисто эмиссионными раундами в течение нескольких месяцев.

- **Новая программа со сроком рефинансирования 4 года (TLTRO).**

- В развитых странах основой всей эмиссии являются бюджетные приоритеты
- Монетарные власти (Минфин-ЦБ) стоят у истоков формирования длинных денег
- Возросла роль длинной и сверхдлинной эмиссии (США – **30 лет**, Япония – **40 лет**)
- Возобновляемость указанного механизма делает длинные деньги фактически бессрочными
- Инструмент находится на балансах ЦБ весь период

Монетизация должна в первую очередь иметь внутренние источники

В условиях избытка глобальной ликвидности нужен тщательный мониторинг движения капитала не только из страны, **но и в страну**.

Важны качество капитала, сроки, характер и направления его использования, условия репатриации.

Комитет по иностранным инвестициям в США регулирует приток инвестиций в страну.

В его состав наряду с четырьмя экономическими министрами при его создании также входили:

- ✓ министр обороны,
- ✓ министр национальной безопасности,
- ✓ генеральный прокурор,
- ✓ директор национальной разведки,
- ✓ государственный секретарь.

Более дешевый рубль снижает валютную стоимость внутренних российских активов и повышает «эффективность» вхождения нерезидентов в российскую экономику и их вхождения в денежную систему в целом.

Все это делает проблему источников монетизации стратегической по своему значению, выдвигая на первый план внутренние источники монетизации.

Также внутреннее финансирование может восполнить сжавшиеся внутренние источники в условиях санкций.

Некоторые меры:

1. Важно последовательное повышение монетизации российской экономики необходимое для устойчивого экономического роста.
2. Необходимо увеличение роли внутренних источников финансовых ресурсов по сравнению с внешними.

3. Формируемая ликвидность должна направляться на приоритетные цели

Это делает необходимым использование механизмов по регулированию финансовых потоков

Великобритания – **Funding for lending**: программа направлена на удешевление кредитования нефинансовых отраслей

Швейцария – Меры по перенаправлению ресурсов банков с внешних операций на внутренние

Япония – Применялось правило «**5-3-3-2**», предписывавшее участникам рынка структуру инвестиционного портфеля

США – «**Закон о региональных реинвестициях**», стимулирующий банки к кредитованию региональных программ

4. Для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение стабильного реального курса рубля.

5. В случае усиления спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

6. Необходимо начать проработку возможностей использования рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам, формируя основу для превращения рубля в международную валюту расчетов и ценообразования (на первом этапе – в масштабах СНГ).

7. С учетом задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации рынка необходимо рассмотреть вопрос о **расширении функций ЦБ**, как это происходит в ведущих странах, где помимо валютного курса и цен на них возлагаются задачи поддержки экономического роста и занятости.

ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации», ст. 34.1 (поправки от 23.07.2013 г)

«...устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в т.ч. **для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста**» (выделено нами. – М.Е.)

М. Ершов

Денежно-кредитные механизмы антикризисной
политики в современных условиях

www.ershovm.ru