

***М. Ершов***

**Денежно-кредитные механизмы антикризисной  
политики в современных условиях**

*[www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)*

ДКП на 2015 год и период 2016 и 2017 годов принималась в условиях, когда к прежним негативным факторам в экономике (замедление темпов роста, высокий уровень инфляции) добавились внешние препятствия (санкции западных стран).

**Однако, в сценариях ДКП Банка России по сути не отражены варианты возможного кризисного развития**

«Отличие варианта II от варианта I состоит в предположении об ухудшении геополитической обстановки, более длительном действии санкций.»

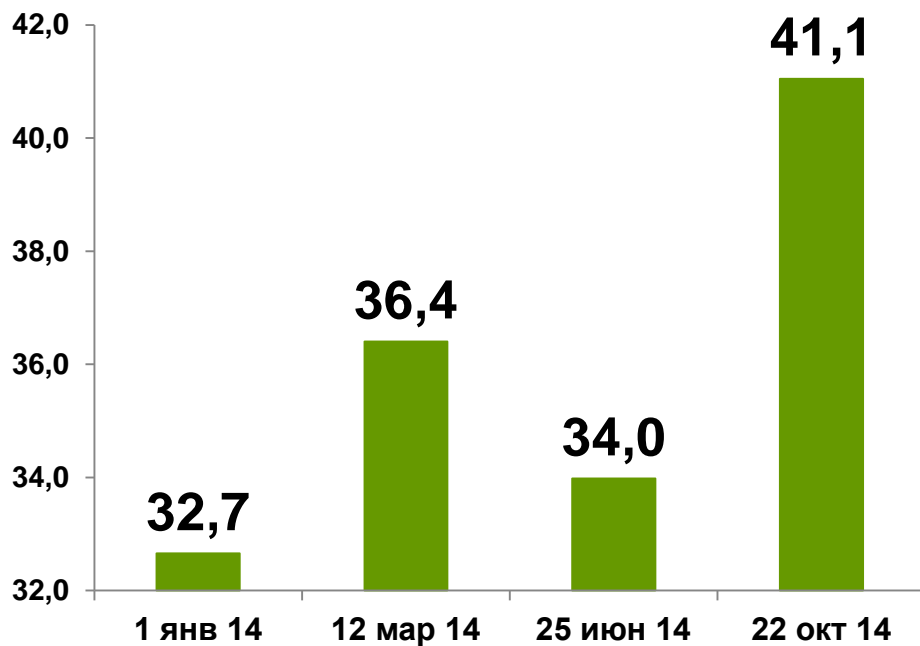
(Источник: ЦБ РФ, ЕДКП, стр. 26)

	<b>БАЗОВЫЙ сценарий (1 вариант)</b>	<b>КРИЗИСНЫЙ сценарий (2 вариант)</b>
<b>Объем Экспорта</b>	<b>НЕ МЕНЯЮТСЯ</b>	
Источники формирования денежных ресурсов		
Объем <b>Чистых международных резервов</b>		
Объем <b>Чистых внутренних активов</b>		
Объем <b>Чистого кредита банкам</b>		
<b>ВВП, реальный прирост, %</b>	1%	0,90%

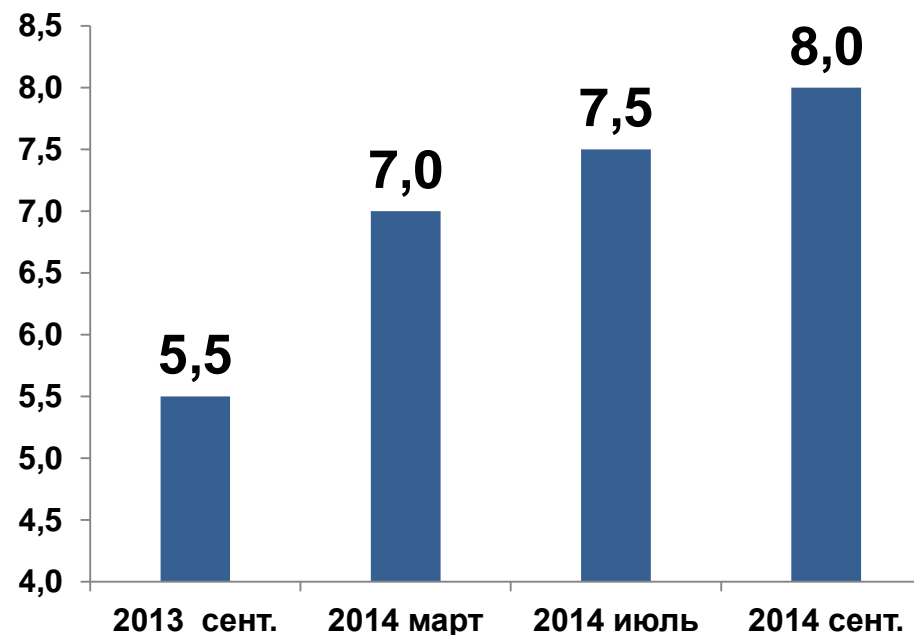
**При инфляционном таргетировании ЦБ РФ предполагает уменьшение контроля за стабильностью валютного курса и одновременное увеличение устойчивости процентных ставок.**

**Фактически же волатильность курса сопровождается и постоянным изменением ставок.**

**Курс рубля (руб./долл.)**



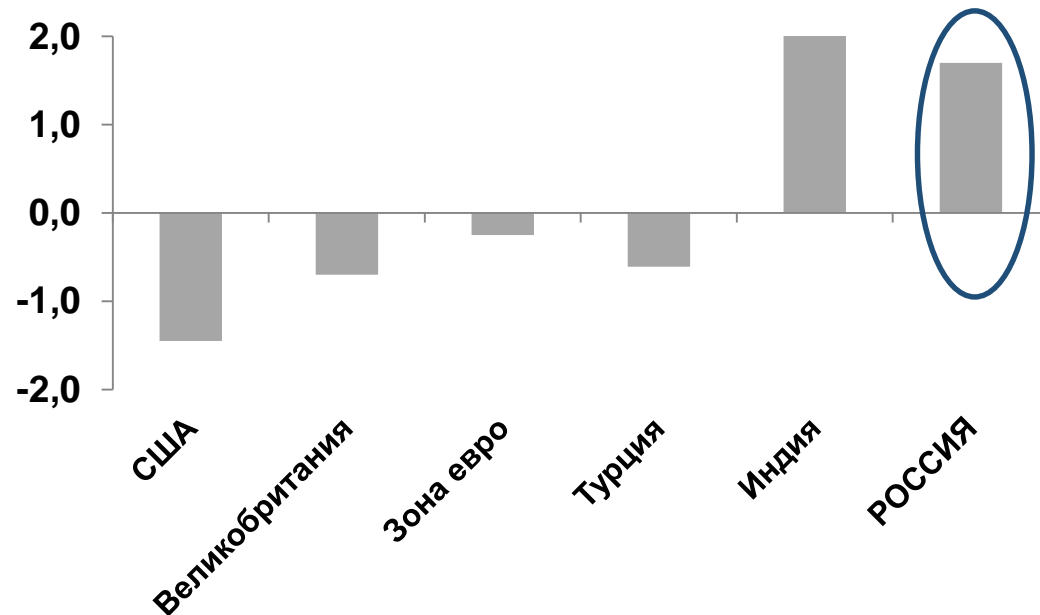
**Ключевая ставка Банка России (%)**



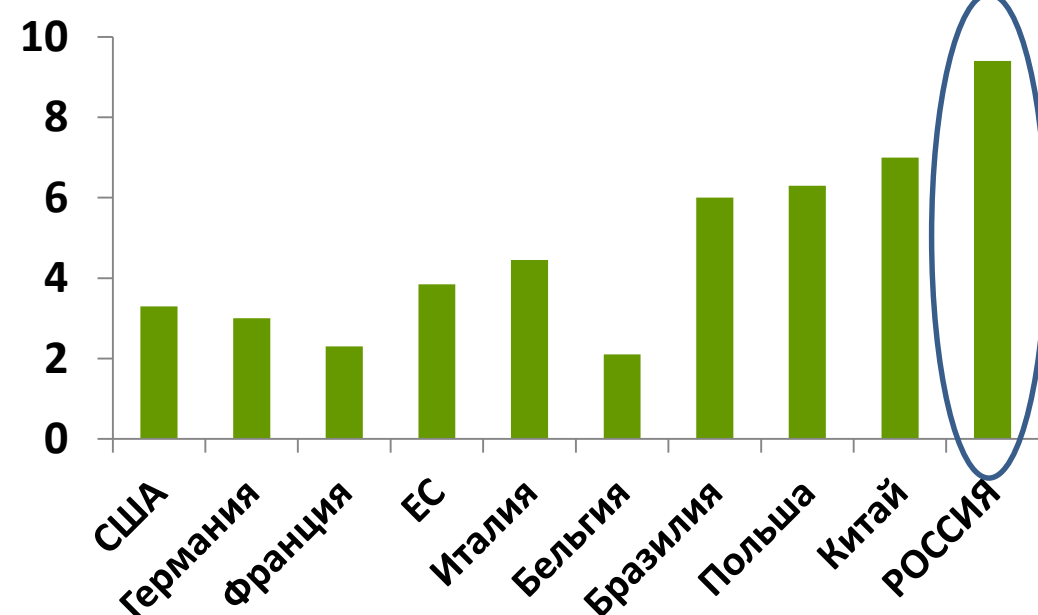
Ставки по кредитам также возросли. Согласно ЦБ РФ, это связано «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований...»

(Источник: ЦБ РФ, ЕДКП, стр. 16)

### Реальные ставки рефинансирования в ряде стран (%)



### Ставки по кредитам нефинансовым организациям (%)

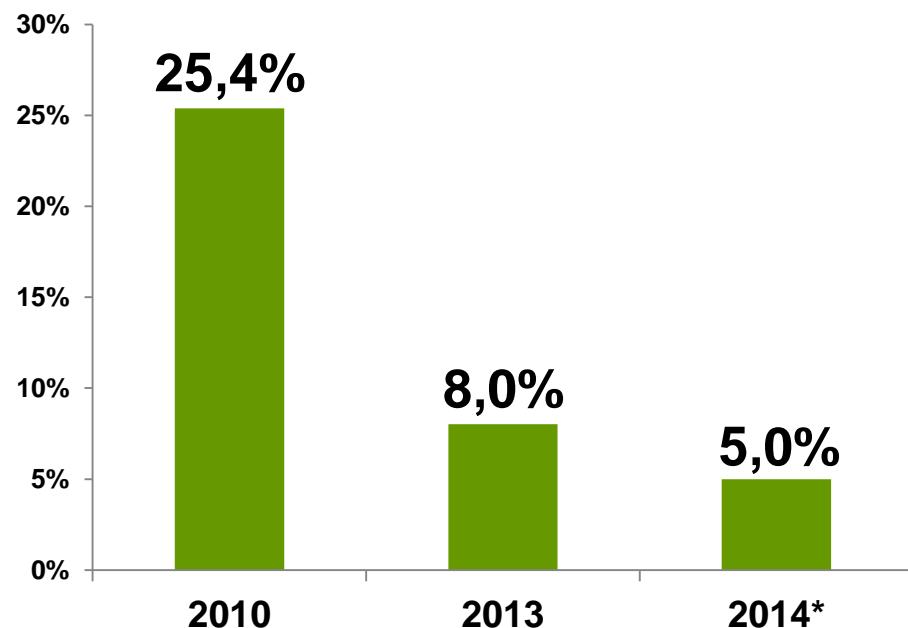


Источники: ЦБ РФ, национальная статистика.

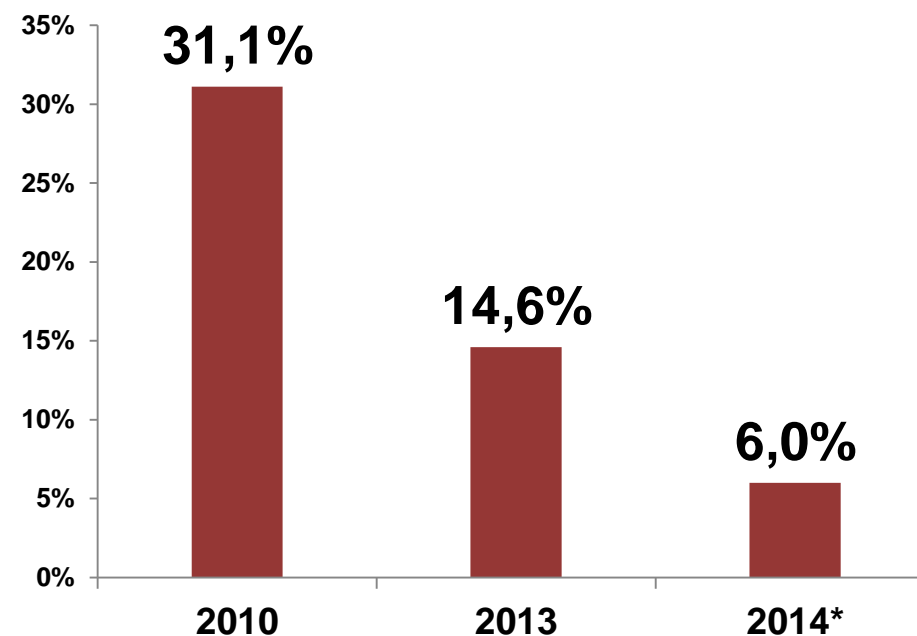
Вызывает по меньшей мере  
недоумение, когда ужесточение  
внешней среды сопровождается не  
смягчением, а ужесточением (!)  
внутренних подходов регуляторов

**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, %)



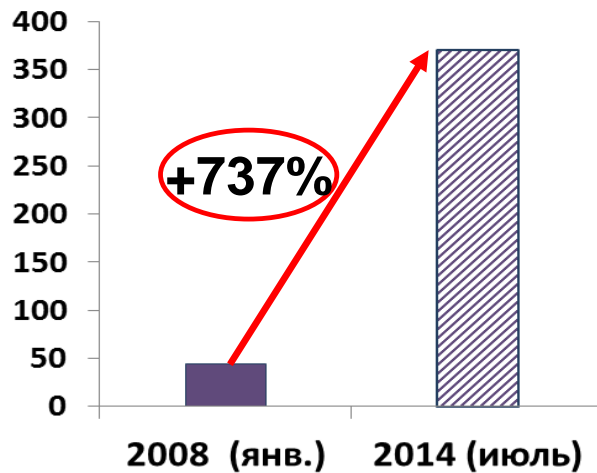
### Темпы прироста М2 (г/г, %)



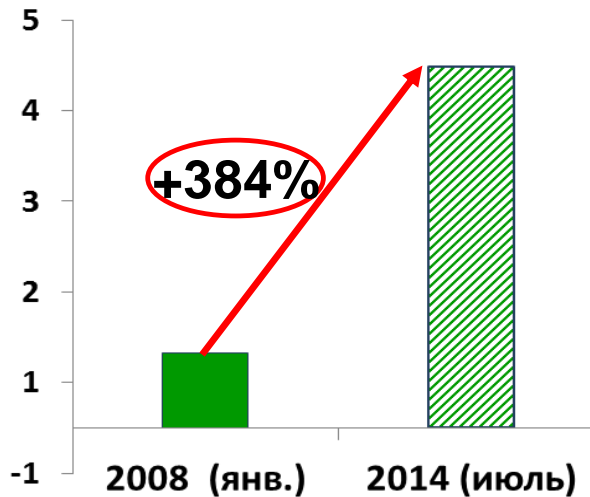
# Жесткая денежная политика ЦБ РФ отмечалась и до санкций. Отставание от других стран иногда отмечалось в разы

## Денежная база

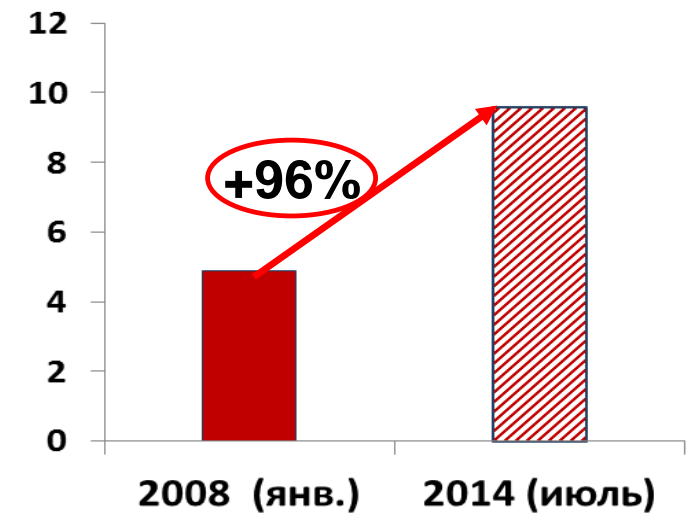
ШВ. ФРАНКА (млрд. шв. фр.)



ДОЛЛАРА (трлн долл.)



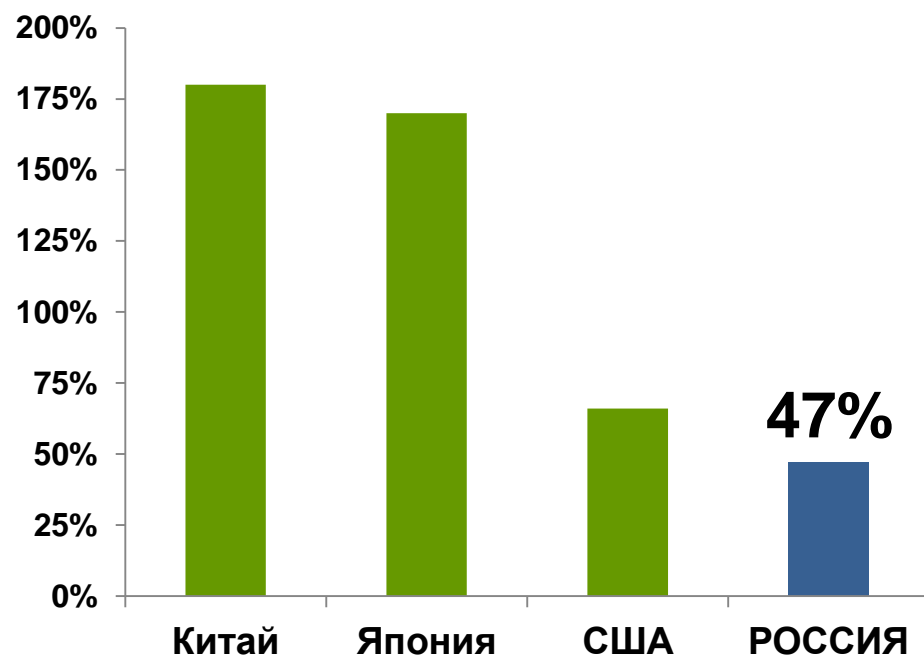
РУБЛЯ (трлн руб.)



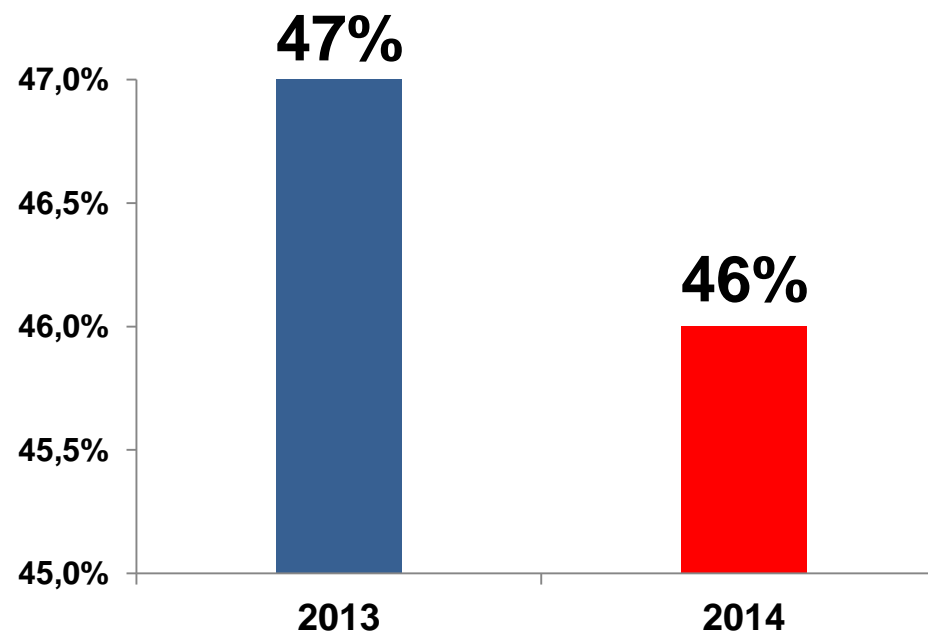


# В результате уровень монетизации экономики России по-прежнему один из самых низких

Монетизация экономик ряда стран  
(M2/ВВП, %)



Монетизация экономики РФ  
(M2/ВВП, %)



# Необходимость монетизации очевидна

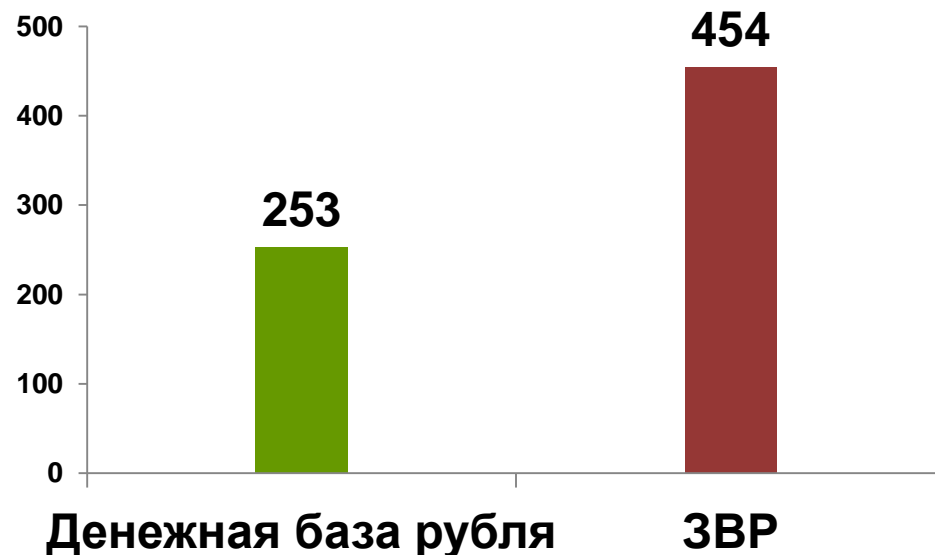
## При этом важно:

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

## ➤ не допустить резкого давления на валютный курс

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

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



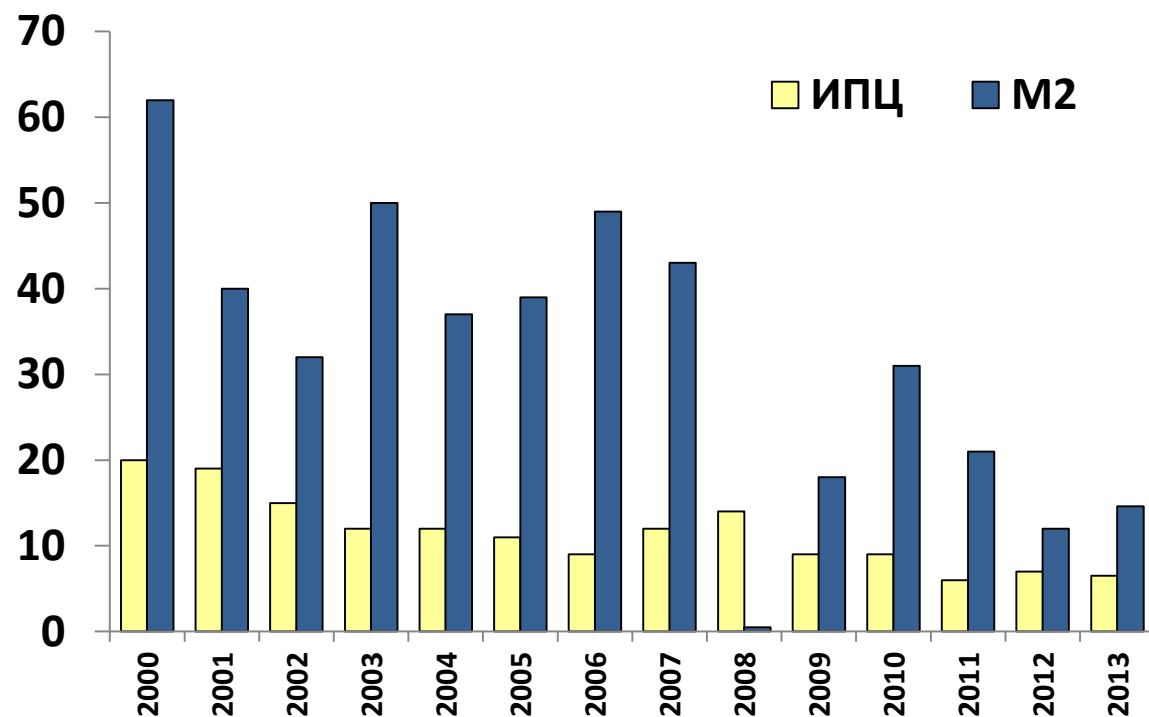
Источники: ЦБ РФ.

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

# ➤ не допустить инфляционные риски

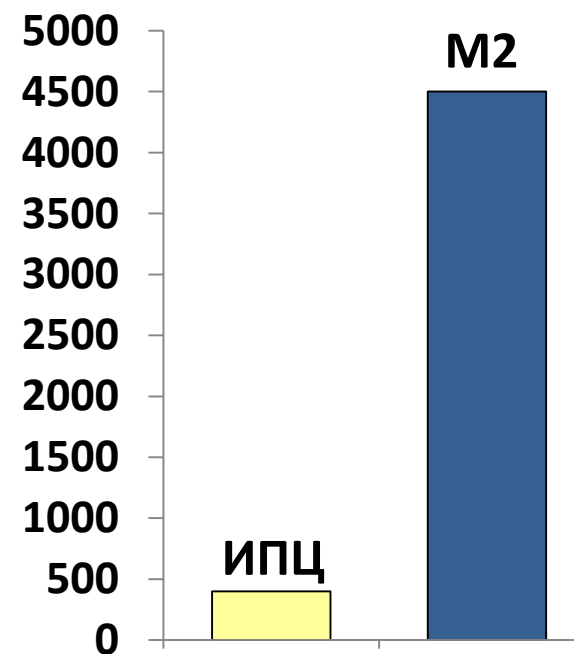
## Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000 – 2013 гг., %

### А) ежегодный прирост



Источник: ЦБ РФ

### Б) суммарный прирост



# Новые инструменты Банка России

- рефинансирование кредитов на инвестиционные проекты (срок 3 года)
- валютный своп
- валютные репо

## **ЕЦБ**

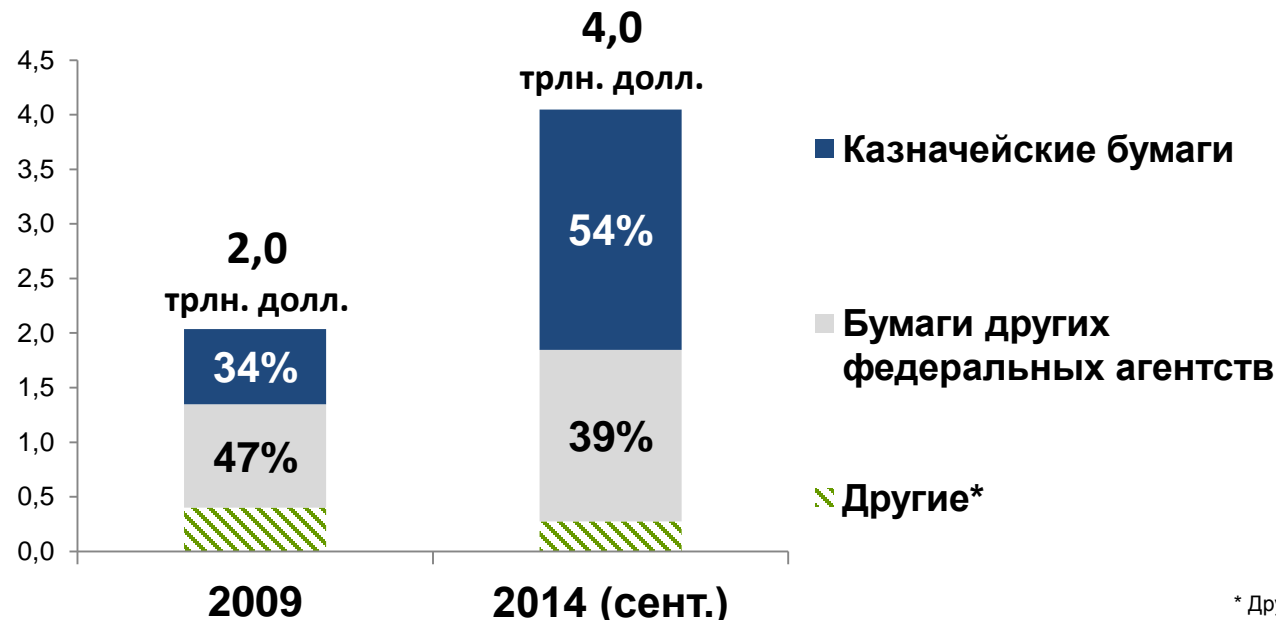
- **Длинное рефинансирование на 3 года (LTRO). Было выдано свыше 1 трлн евро.**

**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.

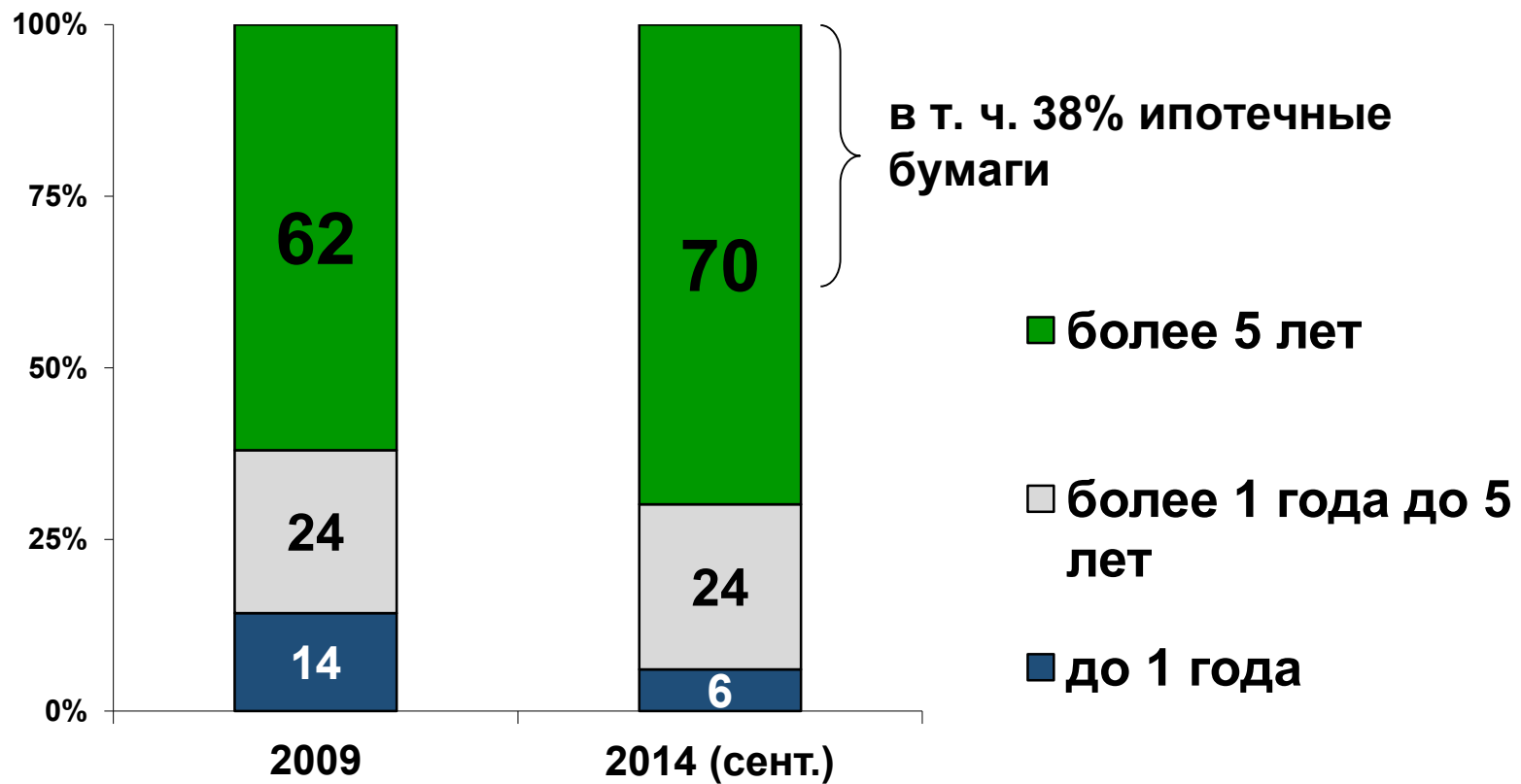
### Денежная база доллара по инструментам (трлн. долл.)



\* Другие включают: средства в расчетах, свопы, золото, кредиты и др.  
 Источник: Ершов М. US Fed, рассчитано по данным US Fed.



## Денежная база доллара по срокам (%)



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](http://www.ershovm.ru)***