

О денежно-кредитной политике: условия изменились сильно, а подходы мало



Михаил Ершов

д.э.н., директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, эксперт Института экономики роста им. Столыпина П. А.
27 ноября 2023, 15:39

<https://monocle.ru/2023/11/27/o-denezhno-kreditnoy-politike-usloviya-izmenilis-silno-a-podkhody-malo/>

Осенью 2023 г. Банк России утвердил «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов», которые ранее были рассмотрены в правительстве и в Госдуме РФ.

В текущем году, как и в прошлом, документ вышел в условиях действия антироссийских санкций и в новых для страны условиях. Ситуация в российской экономике принципиально иная. Однако и в принципиально новых условиях мы продолжаем по сути применять те же механизмы, которые использовали до этого многие годы.

Россия переходит к новой модели развития, где главным становятся внутренние драйверы экономики, а сама экономика должна все больше ориентироваться на т.н. «экономику предложения», (на это указывал Президент В.В. Путин, 16.06.2023). Все это происходит в условиях нарастающей геополитической напряженности.

В этой связи еще больше повышается важность внутренних механизмов и стимулов, которые необходимы для роста российской экономики. Среди них:

- более прочный внутренний спрос,
- внутренние инвестиции.

Спрос начал расти, но предложение, т.е. производство товаров и услуг, сильно отстают. Этому способствуют высокие ставки, волатильный курс, отсутствие длинных денег.

Действительно у российских банков длина долгосрочных вкладов населения достигла своего минимального уровня за последние десять лет.

Ссылаясь на Конституцию, Банк России вновь подчеркивает, что «защита и обеспечение устойчивости рубля — основная функция Банка России». Однако курс рубля остается одной из высоковолатильных валют. Как представляется, возможности по сокращению волатильности в России имеются. Но из-за обязательств, взятых перед международными организациями в принципиально иных условиях, мы продолжаем не вмешиваться в курсообразование. Более того, они были нам навязаны организациями, которые являются аффилированными со странами, принимающими санкции против РФ. Тогда может быть имеет смысл подумать об изменении наших обязательств перед МВФ?

Более активное применение широкого набора механизмов — валютный коридор, управляемое плавание, валютные позиции и пр. — позволили бы снизить волатильность рубля.

У России есть и механизмы для формирования длинных денег.

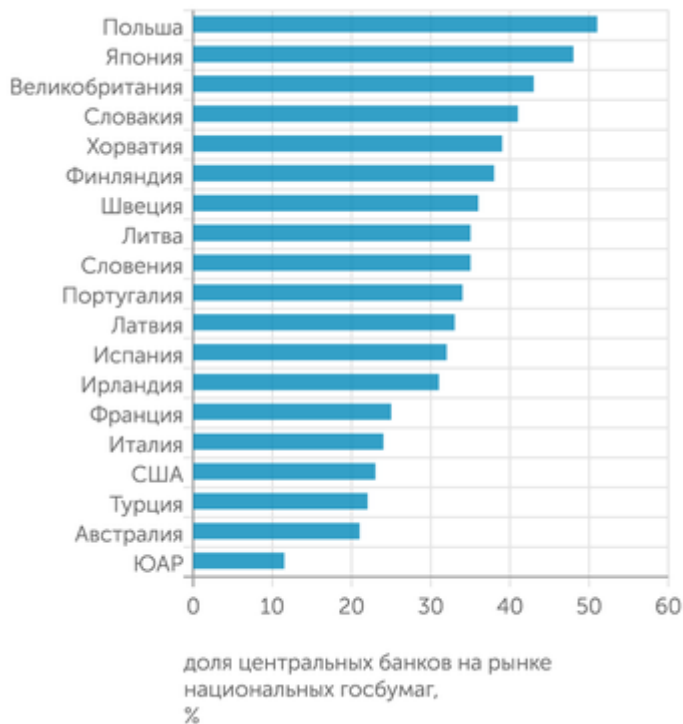
В мире в этом ключевую роль играют национальные денежные власти - центральные банки активно покупают свои гособлигации (часто длинные и сверх-длинные — до 40 лет). В результате в экономику вливаются новые деньги, что логично, т.к. новые задачи требуют новых денег. Если центробанк не участвует в покупке гособлигаций, то их покупают другие участники рынка и в итоге происходит перетягивание денег из одних сфер в другие. То есть происходит своего рода «игра с нулевой суммой».

Банк России считает, что механизм покупки госбумаг центробанки применяют только в условиях нулевых процентных ставок, когда другие возможности смягчения условий исчерпаны. Это не совсем так. ЦБ ведущих экономик мира многие годы покупали свои госбумаги независимо от установления низких или нулевых ставок. Это делает их финансовую систему независимой от внешней конъюнктуры и помогает им поддерживать глобальное лидерство в финансовой сфере в целом. А в последние годы такие механизмы применяют также страны с формирующимися рынками, даже чьи валюты имеют ограниченную конвертируемость.

Могут сказать, что сейчас ключевыми покупателями ОФЗ являются российские коммерческие банки, которые затем используют их для операций рефинансирования в ЦБ РФ. Однако эти операции носят краткосрочный характер. Одно дело, когда центробанк покупает национальную гособлигацию на 40 лет (как в Японии) и минфин сразу получает сороколетний ресурс. И совсем другое — когда та же операция производится 40 раз со сроком на один год каждая. Потому что каждый

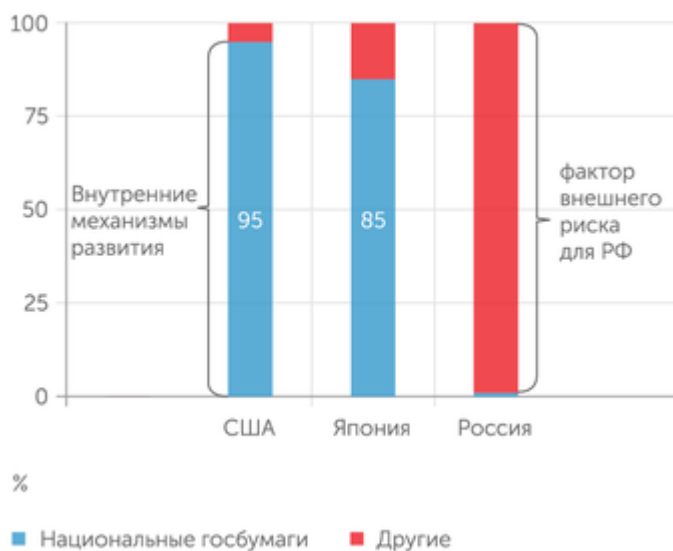
раз нет ясности какие будут тогда ставки, какой будет спрос, валютный курс и т.д. Тем более в условиях высокой волатильности процентных ставок, курса рубля и т.д.

Доля центральных банков на рынке национальных госбумаг, %



*данные на 2020- 2021 гг. Источник: ОЭСР.

Доля внешней сферы в эмиссии национальной валюты



Источник: М.Ершов на основе данных центральных банков соответствующих стран

Рисунок показывает, что почти вся эмиссия рублей производилась на основе внешней сферы — экспортной выручки и внешних займов. А у наших конкурентов напротив — значение внутренних факторов при монетизации является решающим. Очевидно, чем выше роль внутреннего фактора в монетизации в РФ, тем прочнее будет наша финансовая сфера. То есть в денежно-кредитной политике целесообразно предусмотреть постепенное наращивание внутреннего компонента в денежном предложении с нынешних 1% до 3%, 4% и т.д., т.к. это укрепляет основы нашей финансовой системы.

При этом покупка Банком России российских ОФЗ позволит одновременно 1) уменьшить зависимость от внешней финансовой сферы; 2) расширить возможности финансирования госрасходов; 3) решать задачу формирования длинных денег. Кроме того, этот механизм формирует новые деньги в экономике и позволяет не оттягивать финансирование из других направлений экономики. И если они будут иметь инвестиционную направленность, то не будут оказывать инфляционное давление (так, кстати, справедливо считает и Банк России).

Активная инвестиционная политика государства расширит возможности и частного сектора, сделав его драйвером экономического роста. Это поможет увеличить производство товаров в экономике, которое зажато и не поспевает за увеличением спроса.

И чем больше мы будем наращивать внутренний компонент, тем устойчивее и сувереннее будет наша финансовая система.