

*М.Ершов*

# **О механизмах оживления экономики в современных условиях**

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

- В 2013 экономический рост в России составил 1.3% против 3.4% годом ранее.
- «Имеющиеся и прогнозируемые сегодня правительством темпы роста не могут нас устраивать» В.Путин.

(Совещание по экономическим вопросам у Президента РФ, 12.03.2014.)

- Поддержка роста в других странах проводится очень интенсивно

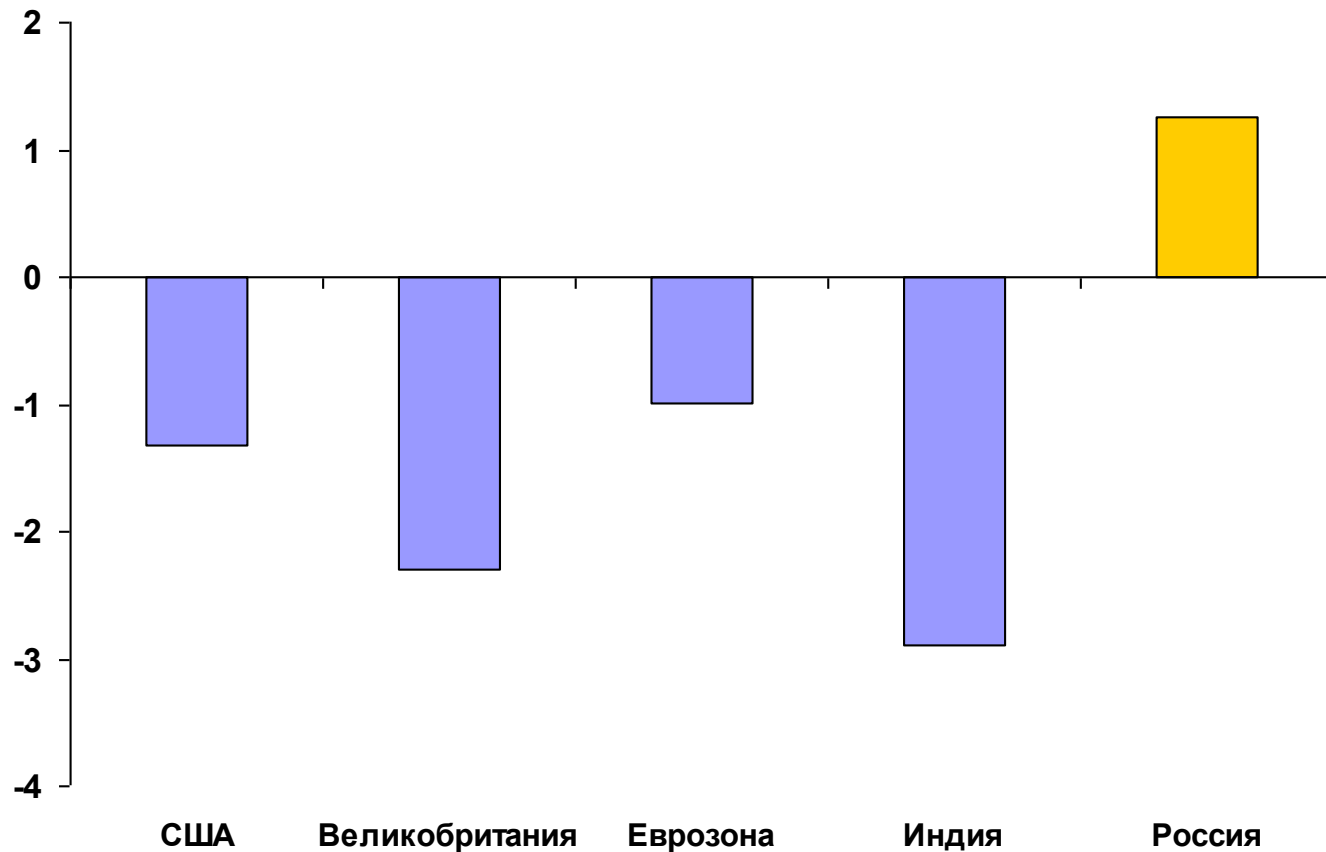
После кризиса в развитых странах начала формироваться **денежно-промышленная политика** (mondustrial policy).

Она предполагает реализацию денежных подходов в увязке с промышленными приоритетами – ее отраслевыми и корпоративными элементами.

Усиливается роль ФРС (центральных банков) при выполнении их функций по поддержке экономического роста.

В результате в большинстве стран обеспечивается устойчивое снижение стоимости финансовых ресурсов (**ниже уровня инфляции**), увеличение их объема и длины, что существенно облегчает решение вопросов развития для реального сектора после кризиса.

# Реальные ставки рефинансирования в ряде стран, (в %)\*



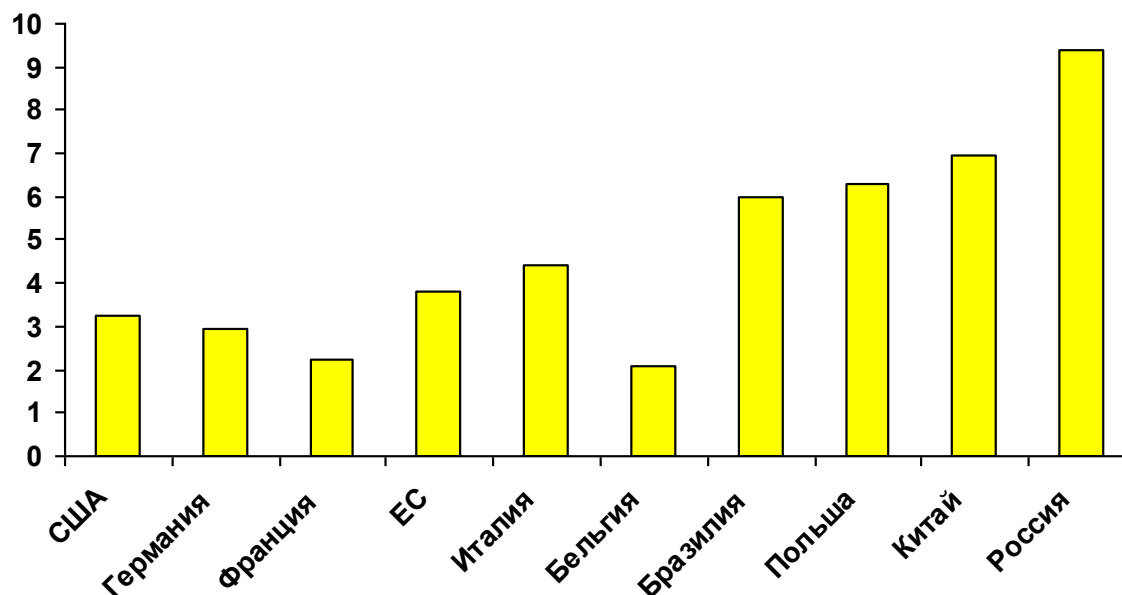
\* 2013 г.

Источник: Центральные банки соответствующих стран

## Ставки по кредитам нефинансовым организациям у России выше других ( 2012 г.), %.

Удорожанию в т.ч. способствует большая зависимость от внешнего фондирования, возникающие курсовые риски, высокая ставка рефинансирования.

В связи с этим необходимо: 1. увеличение роли внутренних источников 2. поддержание устойчивого реального курса рубля



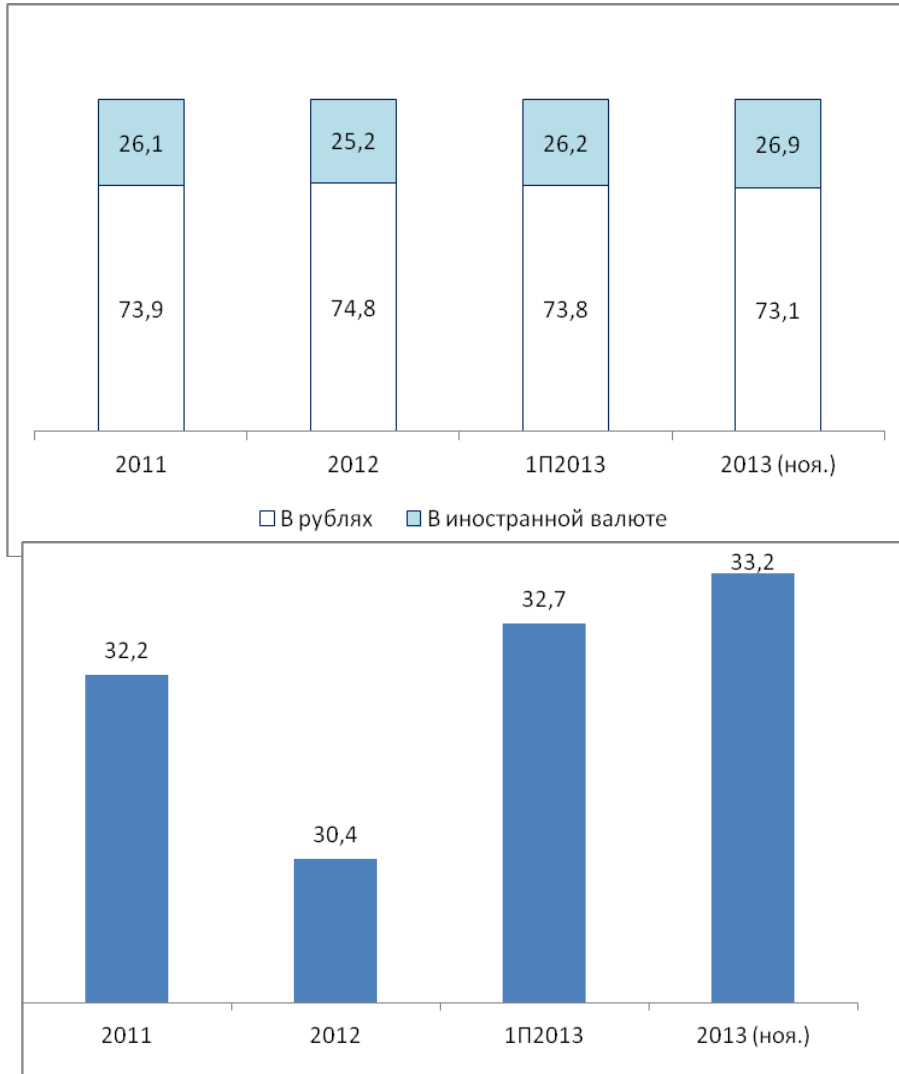
# Об инфляционном таргетировании

- Было объявлено о свободном движении курса при контроле за % ставками. Пока вал.курс стал более волатилен и одновременно процентные ставки (ключевая ставка) были также изменены.



# Удорожание рубля вызывает рост доли рублевых депозитов во вкладах, а его удешевление ведет к уменьшению доли рублей.

Валютная структура депозитов физ. лиц и средств организаций (%) и вал.курс рубль/доллар (нижний график) (2011-2013)



- Для формирования устойчивой рублевой базы, необходимой для инвестиций, важен стабильный и необесценивающийся курс национальной валюты.

У развитых стран риски  
уменьшаются, ставки  
объявляются заранее.

В США ставки на только минимальны, но и  
объявлены заранее – **до середины 2015**

Используются механизмы  
рефинансирования (overnight repo) с  
**фиксированной ставкой**, что  
«является безрисковым инструментом для  
широкого круга участников» (ФРС, авг.  
2013)

## **Центральные банки расширяют предоставление «длинных ресурсов»**

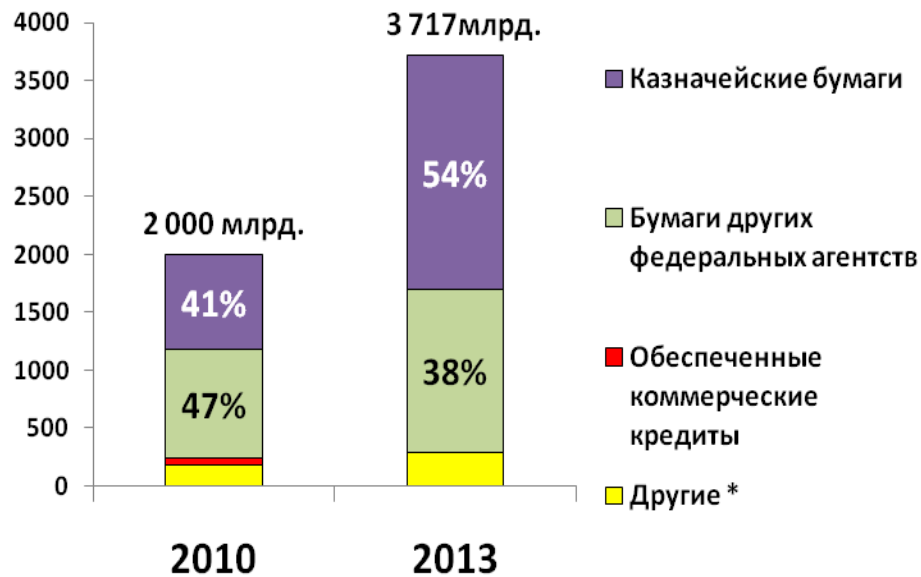
- **ФРС. Принята программа Operation twist. Предполагается еще больший рост длинной эмиссии со стороны ФРС путем покупки длинных целевых бумаг Минфина США**
- **Используются инструменты сверхдлинной эмиссии (до 30 лет)**

# США

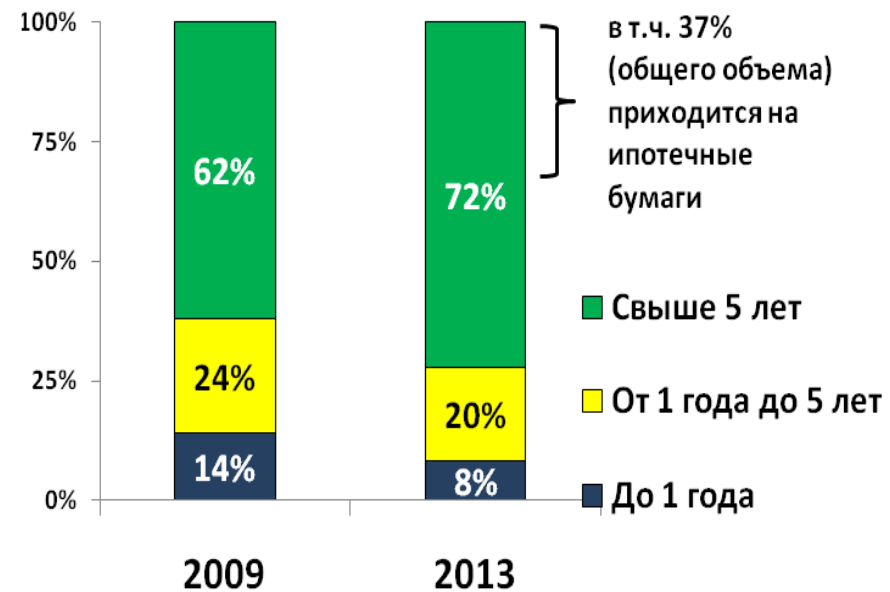
Основой всей эмиссии являются бюджетные приоритеты. Монетарные власти (Минфин-ЦБ) стоят у истоков формирования длинных денег.

Денежная база доллара США (млрд. долл., %)

## Инструменты



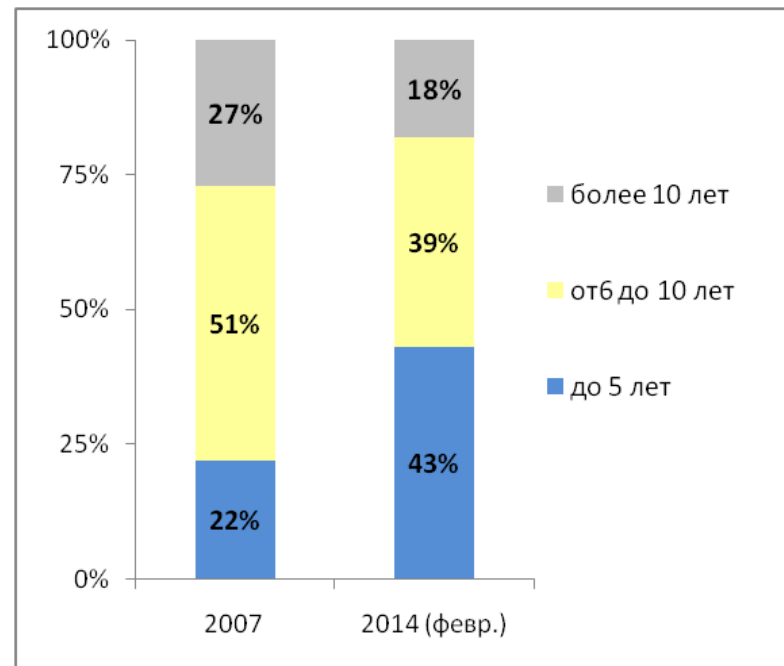
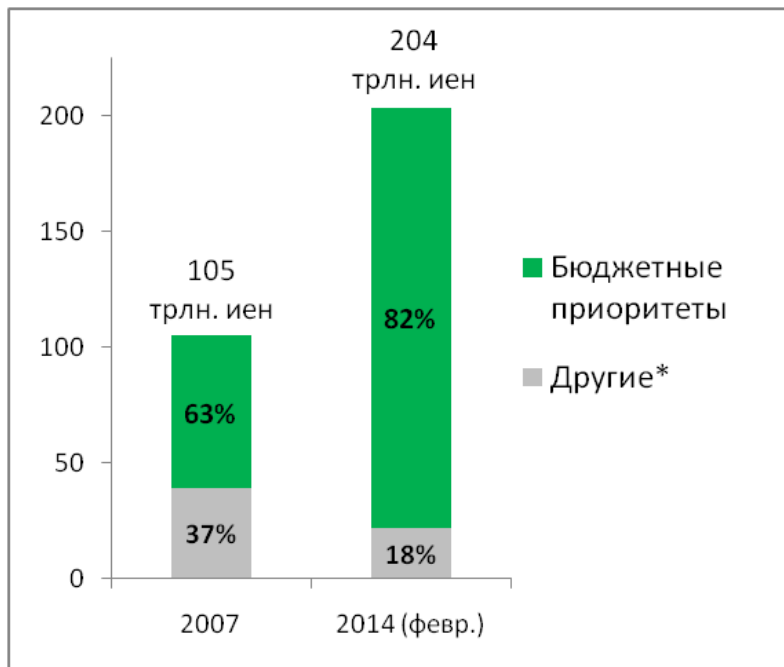
## Сроки



\* Другие включают: средства в расчетах, свопы, золото, кредиты и др.

Источник: US Fed, рассчитано по данным US Fed

## Денежная база японской иены (трлн. иен, %)



- **ЕЦБ**: Долгосрочное 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.**

## Банк Японии:

- **«продолжит мощное денежное смягчение сохраняя нулевые уровни процентных ставок и увеличивая покупку активов, причем и рискованных инструментов частного сектора, что является исключительно необычной практикой для центрального банка»**

*Банк Японии*

- **За 2013 г. планируется рост денежной базы более, чем на 50% (от уровня 2012 г.)**
- **планируется сверхдлинная эмиссия (до 40 лет).**



МВФ (окт. 2013):

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

Рекомендованный новый глава ФРС (г-жа Йеллен) также сторонник мягкой политики:

**«ФРС может помочь американцам иметь работу»**

(09.10.2013).

**«Сокращение правительственных расходов и повышение налогов затормозили восстановление экономики» (11.02.2013).**

# О роли бюджетных стимулов.

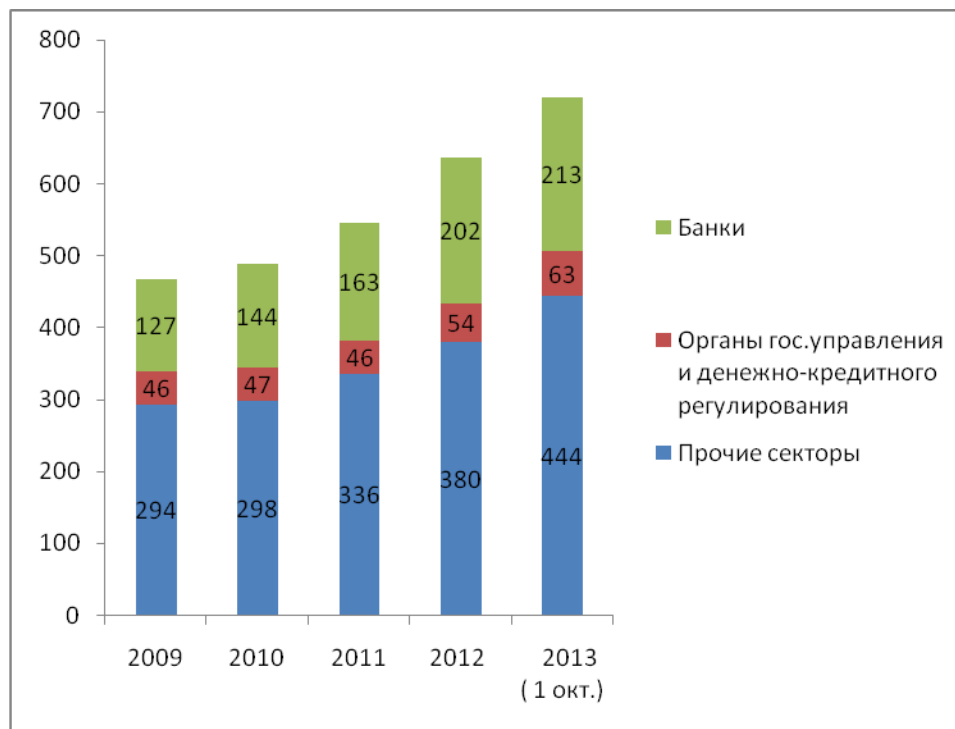
- «крайне важно избежать преждевременного изъятия монетарной помощи ... и быстрого установления ограничений роста задолженности».

C. Lagarde, 2014.

- При невозможности использования бюджетных рычагов альтернативой будет необходимость привлечения финансирования с внешних рынков.

Это все равно будет означать рост долга – только не внутреннего, а внешнего.

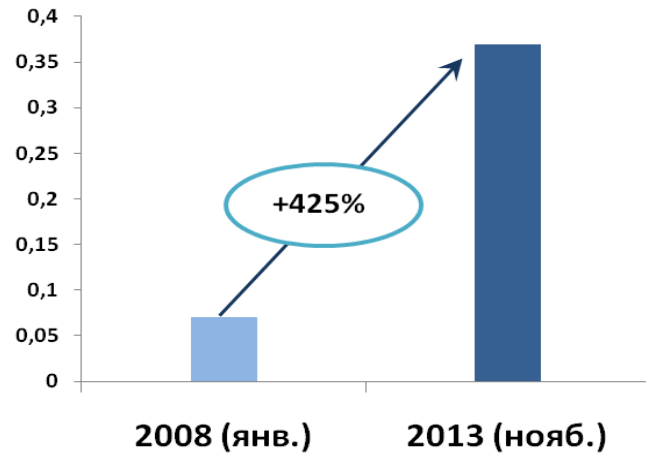
## ВНЕШНИЙ ДОЛГ РФ (млрд. долл.) в 2009-2013 гг. по секторам, по данным и оценкам ЦБ РФ



# Монетизация экономики в развитых странах более интенсивна, чем в РФ

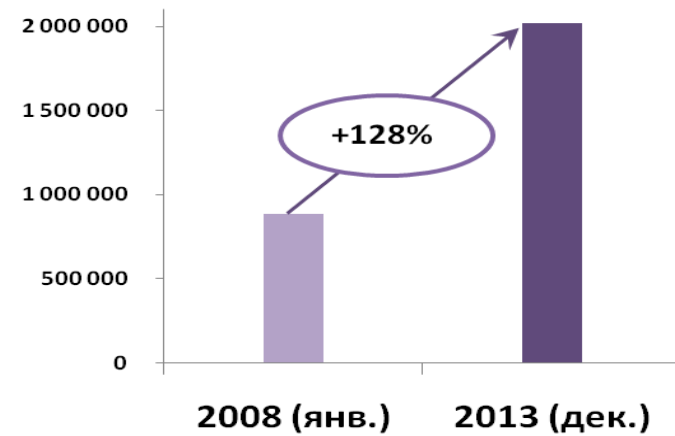
## Денежная база фунта стерлингов

(трлн фунтов)



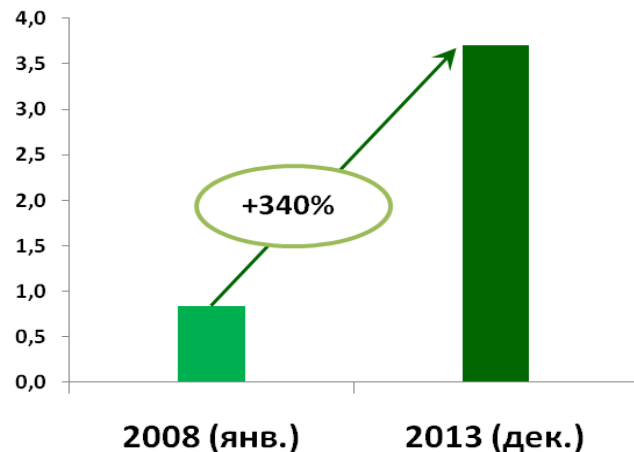
## Денежная база иены

(100 млн иен)



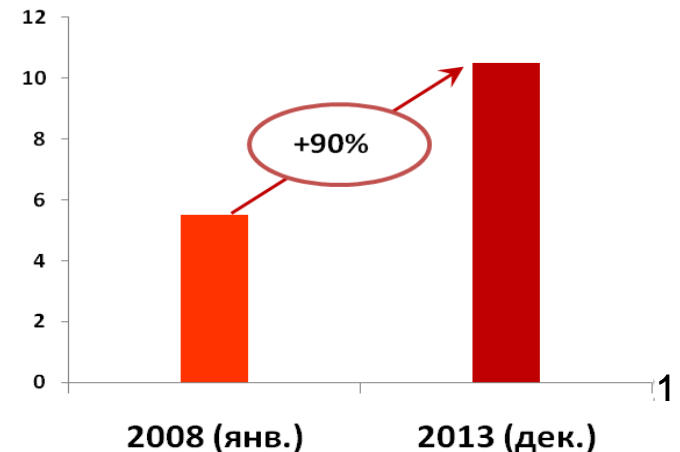
## Денежная база доллара США

(трлн долл.)



## Денежная база рубля

(трлн руб.)



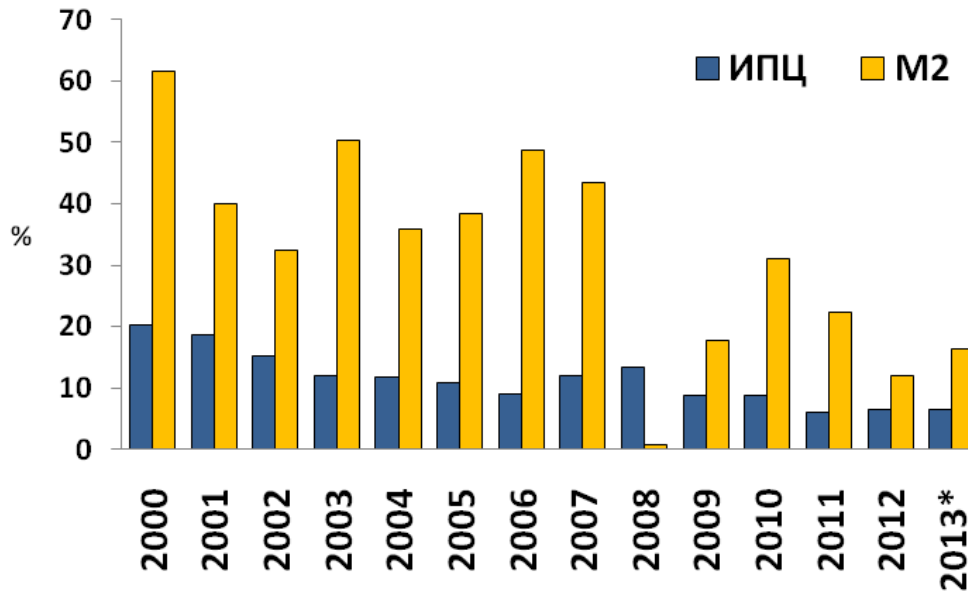
# Риски монетизации

- Важно не допустить резкого давления на вал.курс
  - четкая формулировка по курсовым предпочтениям
  - Указание на возможности регуляторов (ЗВР почти в 1.5 р. больше, чем вся рублевая эмиссия (ден. база))
  - Рычаги регулирования (вал. позиции – в т.ч. пример 1998г, резервы, налоги и др.)
  - Использование всех нормативов для превращения рубля в более преференциальный, привлекательный актив.

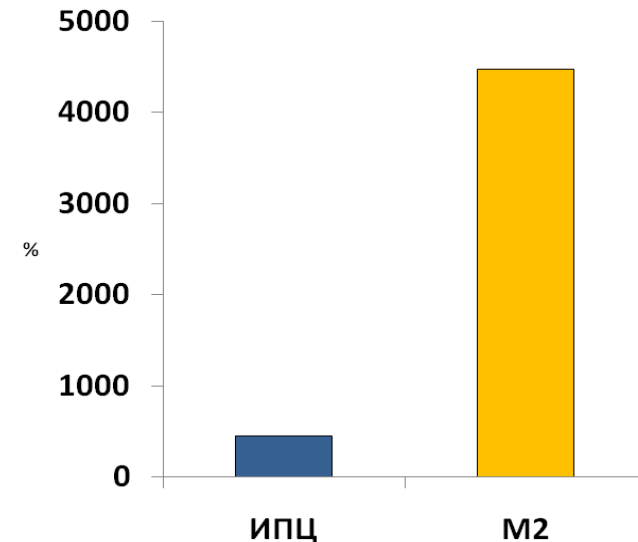
Важно снизить инфляционные риски

# Хотя пока российская экономика способна принимать дополнительную ликвидность без адекватного роста цен

## Прирост денежной массы (M2) и инфляция ИПЦ (%)



## Прирост за 2000-2013\* гг.



• На 01.12.2013 г.

• Источник: рассчитано по данным Росстата и ЦБ.

**О монетизации без инфляции предполагалось ранее:**

**«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.

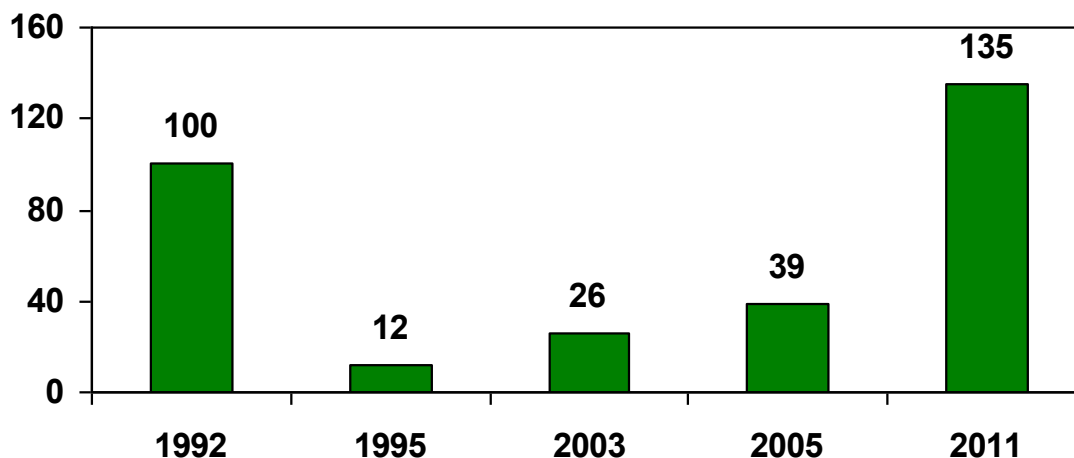
**Вследствие низкой монетизации российская экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безинфляционной основе».**

Ершов М.В. там же 2000 г.

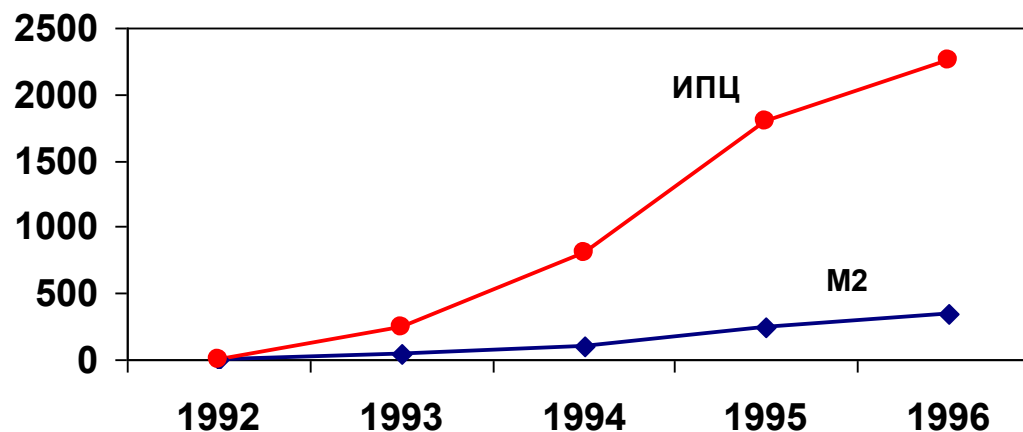


# Поскольку многократный взлет цен в 90-е гг. привел к реальному сжатию денежной массы почти в 10 (!) раз

Динамика реальной денежной массы (M2) в 1992 – 2011 гг. относительно уровня 1992 г. (1992 г. = 100)



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



**После провала 1990-х гг. отношение М2 к ВВП в России по  
прежнему остается одним из самых низких в мире (2012-2013  
гг., %)\***



\* США и Россия рассчитаны по предварительным данным за 2013 г.

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

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

«Развитые страны слишком быстро влили большие ресурсы в развивающиеся государства, что привело к возникновению пузыря активов».

*Gallagher K. P. 2010.*

**О важности таких подходов начал говорить даже МВФ.**

**Геополитические риски** иностранных инвестиций тщательно контролируются за рубежом.

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

До кризиса в его состав (9 чел.) наряду с четырьмя экономическими министрами также входили:

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

- Вопросы источников монетизации приобретают стратегическое значение с точки зрения возможностей влиять на характер экономического развития страны, что делает роль **внутренних** механизмов первостепенной.

- **В условиях ВТО важна также экономическая политика, которая предоставит реальному сектору сопоставимые возможности для ведения бизнеса при растущей внешней конкуренции.**

# Некоторые меры:

1. Необходимо увеличение роли внутренних источников финансовых ресурсов по сравнению с внешними.
2. Следует выработать комплексные подходы к проблеме формирования денежного предложения, увязывающие политику ЦБ с задачами бюджетной, промышленной и структурной политики.

3. 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.

#### 4. 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



5. Должны начать играть реальную и постоянную роль ставки и механизмы рефинансирования, которые давали бы возможность ЦБ серьезно влиять не только на кредитный и финансовый рынки, но и на всю экономику (как это происходит в ведущих странах).

- Для этого необходимо, чтобы денежная база формировалась не за счет валютных поступлений (как это часто происходит в настоящее время), а бóльшую роль играл бы "внутренний" компонент. Это предполагает формирование денежного предложения в первую очередь на основе внутренних механизмов и инструментов, в большей степени отражающих внутренний спрос на деньги.

- Рефинансирование должно быть не только коротким, но и предоставляться на более длительной основе.

6. В условиях либерализации экономики требуются антикризисные механизмы, способные нейтрализовать действие внешних шоков. Возможны меры по ограничению спекулятивного давления на рынок («коротких» операций, кредитного плеча и др.), а также создание специнститутов и спецфондов, средства которых могут использоваться при наступлении кризисных событий в целях стабилизации.

7. Необходимо использование нормативов, более жестко регулирующих объемы корпоративных внешних заимствований. Одновременно следует формировать условия и механизмы внутреннего рынка, создающие достаточный объем финансовых ресурсов внутри.

8. 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).