

УДК 336.7

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: ОСТАЕТСЯ НЕМАЛО ВОПРОСОВ

**ЕРШОВ МИХАИЛ ВЛАДИМИРОВИЧ,**

*доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента финансового анализа,*

*Институт энергетики и финансов, профессор кафедры «Мировые финансы»,*

*Финансовый университет, Москва, Россия*

**E-mail:** [lupandina@fief.ru](mailto:lupandina@fief.ru); [www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

### АННОТАЦИЯ

Правильная денежно-кредитная политика должна формировать рублевую экономику, для этого необходимо, чтобы рублевые активы оценивались более реально (а это означает – они должны стоить дороже). «Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, – это абсурдно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легче и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее. Мы формируем рублевую, а не долларовую экономику, и чем дороже будут рублевые активы у населения и бизнеса, тем они богаче... Конечно, нужно использовать рычаги защиты внутреннего рынка и стимулирования экспорта. Но кто сказал, что все они сводятся только к валютному курсу? Ведь его воздействие часто носит разнонаправленный характер, а девальвация лишь стимулирует сырьевой экспорт, увеличивая зависимость нашей экономики от мировой конъюнктуры...» (из интервью журналу «Банковский ряд»).

**Ключевые слова:** инфляционное таргетирование; процентная ставка; волатильность курса; монетизация; стабильность валютного курса.

## MONETARY POLICY: MANY QUESTIONS STILL REMAIN

**MIKHAIL V. YERSHOV,**

*ScD (Economics), Head of the Financial Analysis Department the Institute of Energy and Finance;*

*full professor the World Finance Department, Financial University Moscow, Russia*

**E-mail:** [lupandina@fief.ru](mailto:lupandina@fief.ru); [www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

### ABSTRACT

The ruble economy must be shaped by a correct monetary policy; therefore, ruble assets must be estimated more realistically (which means they should cost more). „When they try to convince us that the weak ruble is better for us it seems absurd and akin to the saying that the more lightweighted is the salary we receive or are the rubles placed with our bank accounts or in the purse and the less we can buy for them it is advantageous for us. We are setting up the ruble-, not the dollar-based economy, and the more expensive will be ruble assets owned by the households and business, the richer they will be. Of course, mechanisms are needed to protect the domestic market and promote exports. But who said that they are all confined to the exchange rate? After all, its impact has often opposite venues, and the devaluation stimulates primarily the export of raw materials increasing the dependence of our economy on the world market...” (from an interview with „Bankovsky Ryad”).

**Keywords:** inflation targeting; interest rate; exchange rate volatility; monetization; exchange rate stability.

**С**огласно объявленной Центральным банком (ЦБ) политике «инфляционного таргетирования» предполагалось, что при свободном плавании курса процентные ставки, напротив, будут

находиться под более жестким контролем. Фактически же наблюдается и волатильность курса, и постоянный рост процентных ставок, который инициировался самим ЦБ РФ (рис. 1, 2).

На деле в 2014 г. ключевая ставка повышалась 6 раз (естественно, вслед за этим росли и все остальные ставки на рынке), и в итоге наша экономика столкнулась как с многократным падением валютного курса, с его высокой волатильностью, так и с многократным повышением процентных ставок.

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

удорожанием внешних заимствований...» [1].

Высокий уровень ставок обусловлен постоянным снижением ликвидности, которая сокращается либо растет умеренными темпами (рис. 3, 4).

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

Напомним при этом, что стабильность валютного курса — это то, что на законодательном уровне требуется от ЦБ РФ в Конституции России, где в ст. 75 п. 2 говорится: «защита и обеспе-

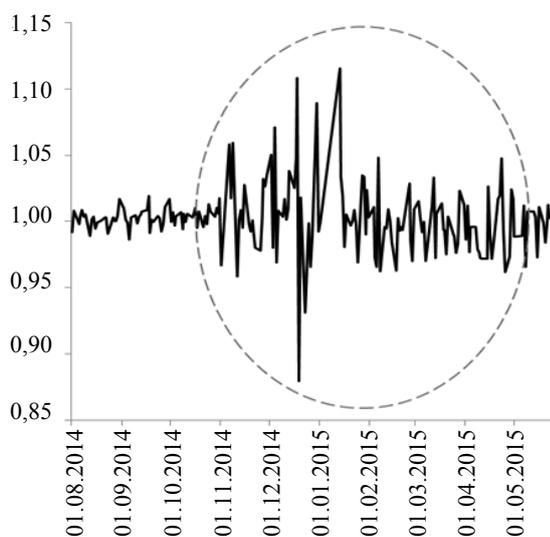


Рис. 1. Волатильность курса рубля (индекс номинального курса рубля к доллару США, к предыдущему дню)

Источник: ЦБ РФ.

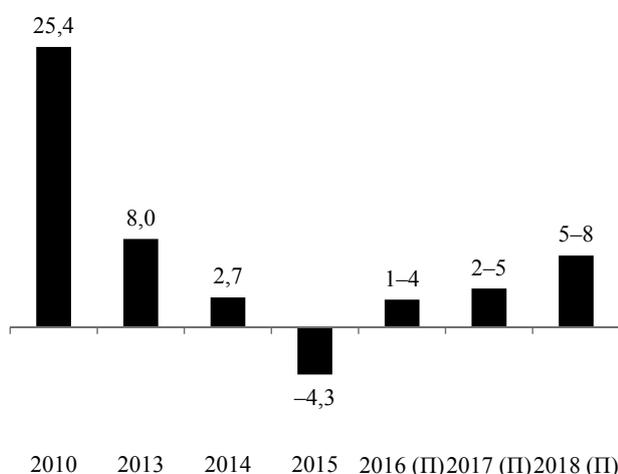


Рис. 3. Динамика денежной базы, прирост с начала года, %

Источник: [3].

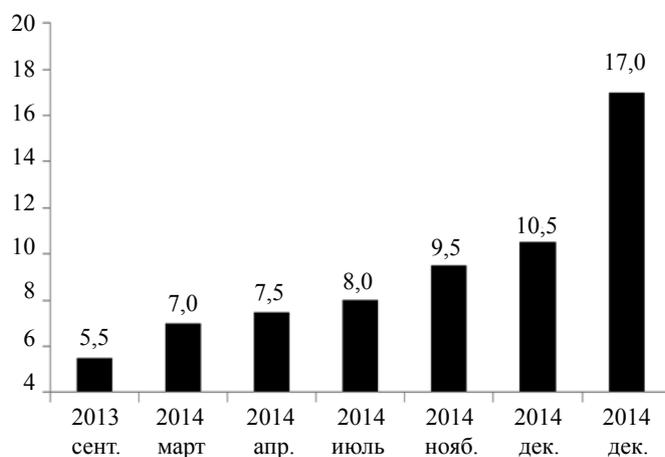


Рис. 2. Ключевая ставка ЦБ РФ, %

Источник: ЦБ РФ.

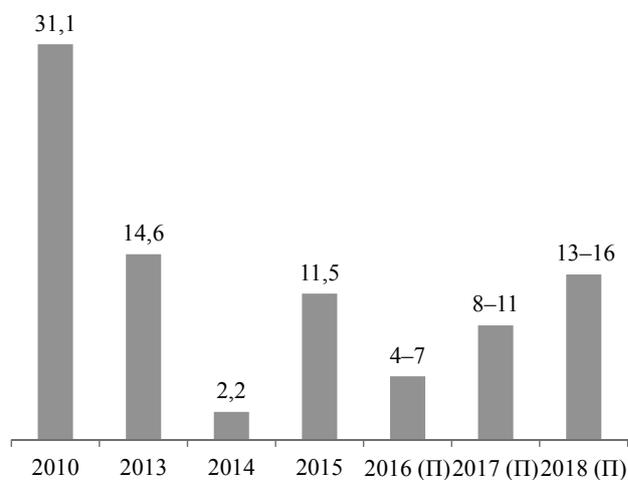


Рис. 4. Динамика денежной массы (M2) рубля, прирост с начала года, %

Источник: [3].

чение устойчивости рубля — основная функция Центрального банка Российской Федерации».

Уровень монетизации экономики России по-прежнему крайне низок (а по итогам 2014 г. монетизация даже сократилась до 45% с 47% в 2013 г.), и многократно отстает от ряда стран, где этот показатель часто превышает 100% (в Японии — более 150%, в Китае — более 200%).

Очевидно при этом, что, решая проблему увеличения монетизации (а это необходимо), следует строго контролировать ее инфляционный эффект. При этом представляется, что не следует преувеличивать вероятность больших инфляционных рисков вследствие расширения рублевой массы. В условиях, когда масштабы монетизации (соотношение М2/ВВП) российской экономики по-прежнему относительно умеренны, сохраняется возможность абсорбировать финансовые ресурсы на безынфляционной основе. В 2000–2014 гг. ежегодный прирост цен в России устойчиво многократно отставал от ежегодного прироста денежной массы (рис. 5). Более того, с учетом значительной немонетарной доли в российской инфляции итоговое отставание монетарной инфляции от роста М2 может достигать почти 20 раз, т.е. 100%-ный рост М2 вызовет повышение цен лишь на 5%.

На возможность именно такого развития событий нами было указано еще 15 лет назад. Отмечалось, в частности, что вследствие низкой монетизации российская экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безынфляционной основе» [2]. В связи с этим делался вывод о том, что «немонетизированные операции... могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики» [2].

Отметим, что с введением режима свободного плавления рубль резко обесценился, продолжив свое снижение, которое началось еще раньше — вследствие падения цен на нефть.

Банк России констатирует, что «резкое, почти двукратное падение цен на нефть ниже 50 долларов США за баррель, необходимость погашения значительных объемов внешнего долга в условиях действия финансовых санкций привели к ослаблению рубля, повышению его

волатильности и росту инфляционных и девальвационных ожиданий» [3].

Однако масштаб обесценения российского рубля был более существен, чем у других стран-нефтеэкспортеров (рис. 6), причем даже у тех, у кого доля экспорта нефти в ВВП выше, чем в России, и которые должны были бы больше реагировать на столь значительное падение нефтяных цен.

Уже сейчас реальный сектор указывает на обесценение рубля и его волатильность как на главные проблемы, возникшие вследствие кризиса. Согласно опросу РСПП в январе 2016 г., об этих проблемах сказало наибольшее число респондентов (45%).

Необходим широкий комплекс мер (информационно-разъяснительных, регулятивных и др.), направленных на повышение доверия к рублю. В частности, в целях повышения доверия к рублю регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми они располагают. Так, размер золотовалютных резервов (ЗВР) в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза.

По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют (о чем необходимо напоминать рынку) (рис. 7). Более того, западные эксперты также указывают на это обстоятельство, говоря, что «Россия — страна с валютой, обеспеченной золотом», и лишь вопрос времени, когда она это преимущество реализует [4].

Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы. Естественно, никто этого делать не будет, но нужно довести до сведения участников рынка, что при необходимости регуляторы имеют масштабные возможности воздействовать на него. Кроме того, указанные объемы ЗВР технически позволяют регуляторам установить такой валютный курс рубля, который целесообразен для решения задач, стоящих перед экономикой. Если объяснить участникам рынка предпочтения и возможности регуляторов, то рынок будет играть не против них, а вместе с ними, иначе это будет означать потери для таких игроков. Другое дело, что у нас регуляторы придерживаются режима невмешательства, поэтому участники рынка

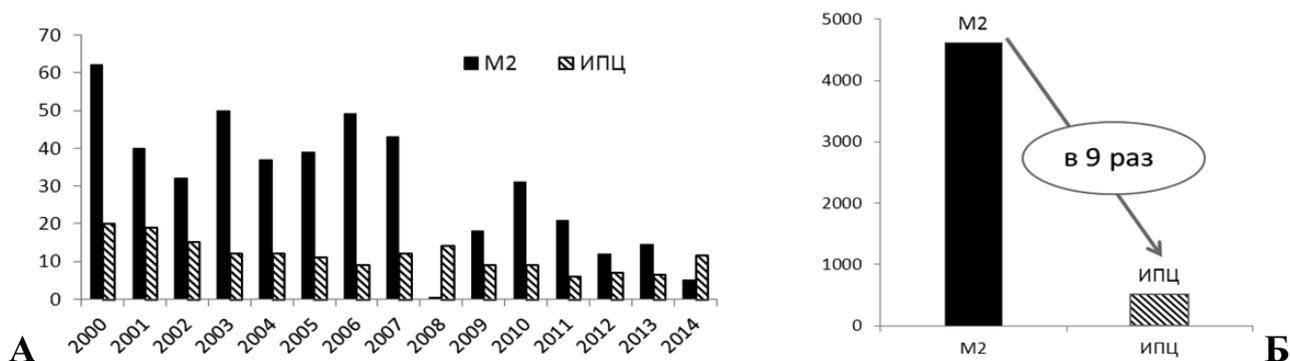


Рис. 5. Прирост денежной массы и инфляции (ИПЦ) в России в 2000–2014 гг., %:  
А – по годам; Б – суммарный прирост за 2000–2014 гг.

Источник: по данным ЦБ РФ.

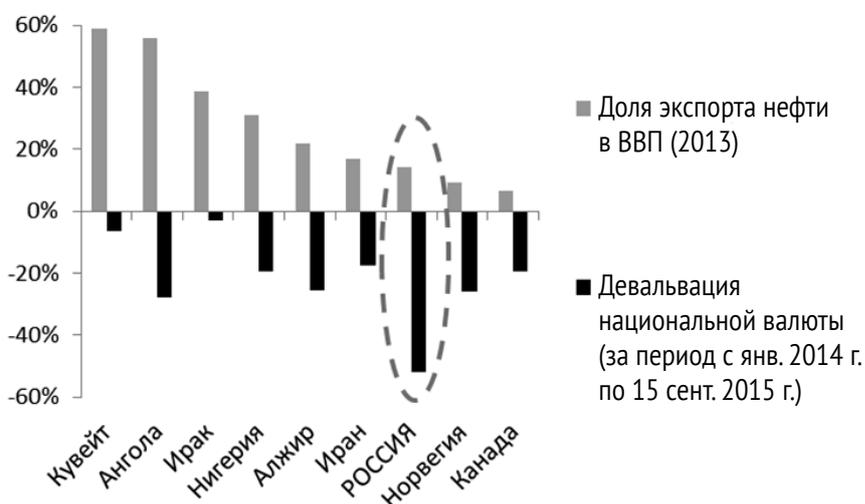


Рис. 6. Доля экспорта нефти в ВВП и девальвации валют

Источник: Bloomberg; по данным МВФ, национальной статистики.

теряются в догадках относительно дальнейшего тренда на нем и сами определяют характер основных тенденций.

Вопрос о том, хватит ли резервов ЦБ, чтобы не допустить провалов рынка, актуален лишь в случае «пассивного», «половинчатого» участия регулятора при воздействии на курс. Тогда рынок действительно почувствует себя хозяином положения и ресурсы быстро истощатся. Однако регулятору всего лишь достаточно после однажды сделанных задекларированных подходов продемонстрировать рынку серьезность своих намерений, время от времени показывая «мускулы» участникам путем осуществления нескольких разовых масштабных интервенций, формируя необходимый тренд на рынке. После небольшого количества таких выходов на рынок

все участники поймут, что декларации регулятора являются серьезными, и сразу же перестроят свою стратегию в соответствии с тем, что заявляется ЦБ.

Следует продолжить политику расширения функций Банка России, приближая его к реальной экономике. Следует со всей тщательностью оценить новые возможности, возникшие вследствие введения поправок в Федеральный закон «О Центральном Банке Российской Федерации» (с поправками от 23.07.2013).

**Необходимое примечание.** Речь, в частности, идет о ст. 34.1 данного Федерального закона, где теперь более расширенно трактуются цели Банка России: «устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного

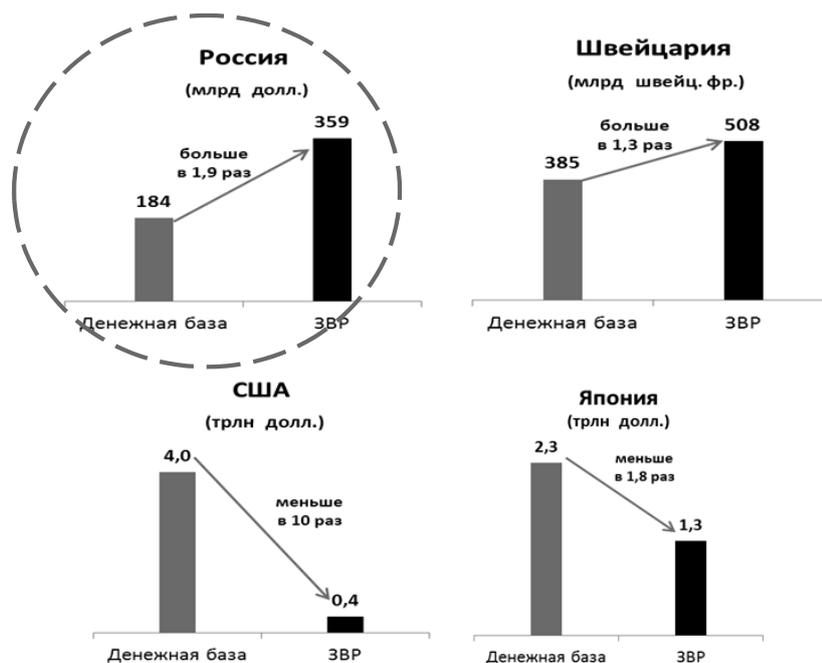


Рис. 7. Объем золотовалютных резервов и денежная база ряда стран (конец 2014 г., апрель 2015 г.)

Источник: центральные банки соответствующих стран.

**и устойчивого экономического роста» (выделено нами. — М. Е.).**

Если перед ЦБ будут поставлены новые задачи, которые приблизят его к целям стимулирования экономического роста, то тот мощный набор инструментов, которыми располагает Банк России, будет направлен на достижение указанных целей, повышая его заинтересованность в решении этих задач, что улучшит условия для экономического роста в целом.

Очевидно, что обеспечение экономики адекватным объемом финансовых ресурсов (в том числе длинных) по доступной цене будет спо-

собствовать созданию благоприятных условий для роста. Важную роль будут также играть стабилизация положения на валютном рынке, формирование курса рубля по более объективным критериям и недопущение его неоправданного обесценения.

Адекватная и взвешенная валютная и денежно-кредитная политика будет способствовать повышению доверия к рублю и станет важным фактором для обеспечения устойчивого развития. В условиях сохраняющихся внутренних и внешних вызовов необходимость этого еще больше повышается.

### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Основные направления денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Проект. М.: ЦБ РФ, 2014. С. 16 / The main directions of a monetary policy for 2015 and the period 2016 and 2017. Project [Osnovnye napravlenija denezhno-kreditnoj politiki na 2015 god i period 2016 i 2017 godov. Proekt]. Moscow, Central Bank of the Russian Federation, 2014, p. 16 (in Russian).
2. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика, 2000. С. 317–318 / Yershov M. V. Monetary mechanisms in the modern world: crisis experience of the end of the 90th. [Valjutno-finansovye mehanizmy v sovremennom mire: krizisnyj opyt konca 90-h]. Moscow, Economy, 2000, pp. 317–318 (in Russian).
3. Основные направления денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. Проект. М.: ЦБ РФ, 2015. С. 3 / The main directions of a monetary policy for 2016 and the period 2017 and 2018. Project [Osnovnye napravlenija denezhno-kreditnoj politiki na 2016 god i period 2017 i 2018 godov. Proekt]. Moscow, Central Bank of the Russian Federation, 2015, p. 3 (in Russian).
4. The Washington Times. 30.04.2015. URL: [www.washingtontimes.com](http://www.washingtontimes.com).