

*М. Ершов*

*доктор экономических наук*

*Институт энергетики и финансов,*

*Финансовый университет при*

*Правительстве РФ*

**Современные риски мировой финансовой  
системы. Некоторые денежно-кредитные и  
валютные аспекты**

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

## Журнал «Экономические стратегии», 2017, №7

М.Ершов:

- Санкции подталкивают российских регуляторов к проведению последовательной и активной политики создания внутренних основ развития экономики, которые сделают санкции неэффективными. Всеми необходимыми рычагами и возможностями наши регуляторы располагают.

- Вопросы, которые сегодня мы обсудим не новы.
- Другое дело, что в каждом из них есть свои мало освещенные аспекты, нюансы, а они очень важны.
- Особенно учитывая, что сейчас ситуация в экономике в целом сильно изменилась и требуются принципиально новые взгляды на эти проблемы.
- В целом за последние годы остается много аспектов, которые до сих пор до конца не изучены.

# Сегодня мы коснемся:

- валютных проблем;
- некоторых аспектов денежно-кредитной политики, формирования длинных;
- новых механизмов центральных банков;
- рисков электронных финансов;
- вопросов о прогнозах.

## **В мире отмечаются качественно новые тенденции:**

- возросла необходимость обеспечения роста экономики на основе возможностей внутренних рынков;
- усилилась необходимость сохранения мер поддержки экономики.

В РФ все это также актуально особенно в условиях санкций.

В целом бóльшую значимость приобретает необходимость создания условий для экономики предложения.

- Экономика предложения предполагает переход на качественно новый уровень развития - речь идет «о суверенной экономике, которая не только реагирует на рыночные конъюнктуру и учитывает спрос, а сама формирует этот спрос»  
– Президент РФ Путин В.В. июнь 2023.

Экономика предложения и повышение внутреннего фактора предполагают уже другой набор рычагов и инструментов.

На первый план с еще большей актуальностью выходят:

- более прочный внутренний спрос,
- рост инвестиций,
- использование ускоренной амортизации, налоговых льгот и пр.
- длинные деньги,
- низкие процентные ставки,
- большой объем ликвидности в экономике,
- важен стабильный и необесценивающийся курс рубля,
- стабильные условия финансирования экономики.

Многие из них были актуальны и раньше – например, длинные деньги и низкие процентные ставки.

Но раньше мы хоть как-то могли использовать западные рынки, чтобы найти альтернативу при отсутствии внутренних возможностей.

А теперь такие возможности сокращаются.



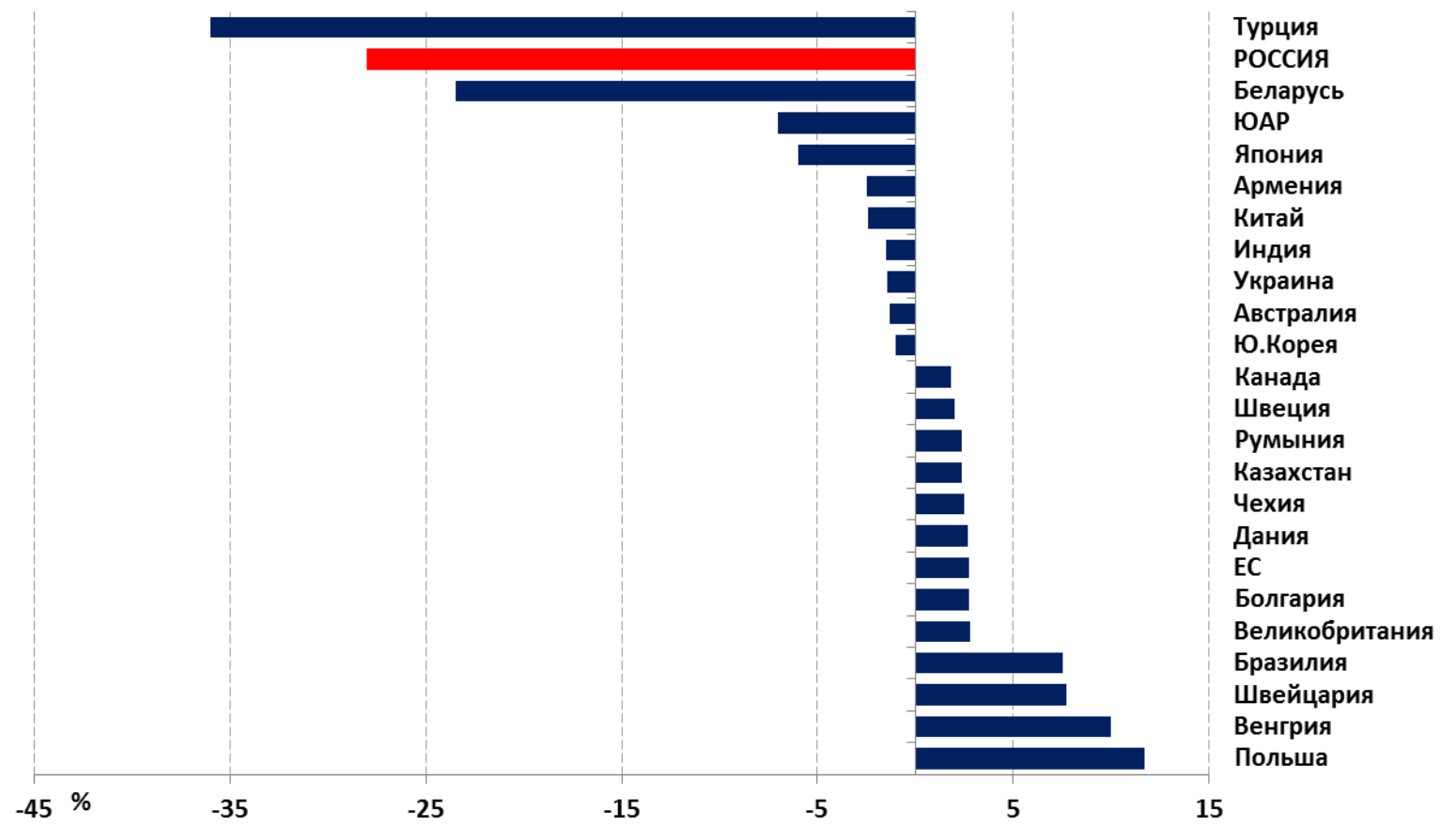
Для повышения роли внутреннего фактора в финансовой сфере важна

- взвешенная процентная и
- взвешенная курсовая политика.

По обоим пунктам в РФ недостаточный уровень определенности и стабильности.

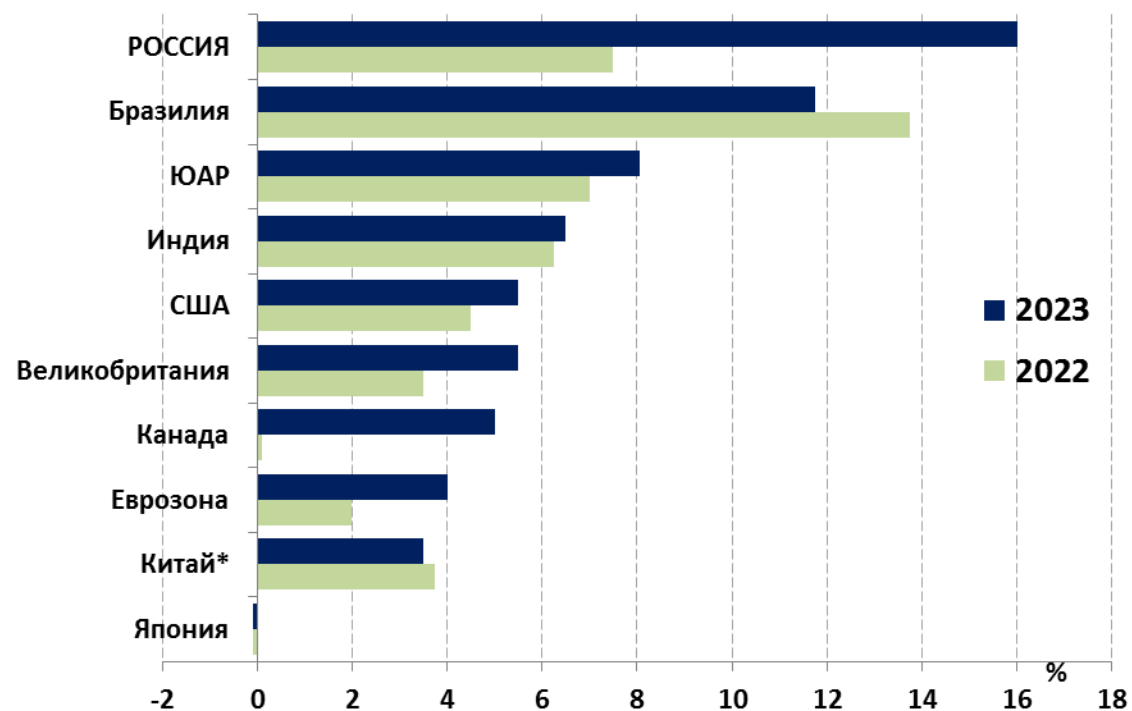
# Рубль вновь был в числе наиболее обесценившихся валют

Прирост обменных курсов валют ряда стран к доллару США в 2023  
%, декабрь 2023/ декабрь 2022



# Ключевая ставка в РФ остается высокой

Ключевые ставки центральных банков ряда стран, % годовых, на конец года



Возникают качественно новые проблемы и мы должны быть готовы решать их качественно новыми механизмами.

# **О валютном курсе**

- Многие годы мы слышим разговоры о размерах девальвации рубля, о том на сколько нужно обесценивать курс.
- Не односторонний ли это взгляд на проблему?

Курс национальной валюты – это  
операционный и одновременно стратегический  
инструмент.

- Какой курс рубля нужен российской экономике
- Сильный/Слабый
- Устойчивый/Волатильный
- Какой валютный режим целесообразен в условиях санкций и перестройки экономики?



- **Оппонентами РФ расчет был сделан на обвал рубля.**
- **ОФАС: запрет на операции с госдолгом РФ «подорвет попытки России поддержать свою стремительно обесценивающуюся валюту».**
- **Байден: российская валюта «почти немедленно превратилась в щебень».**

При этом министр финансов США Л.Саммерс еще в 2000 г. говорил:  
**«Сильный доллар отвечает национальным интересам США».**

**Еврокомиссия: указ Президента РФ об оплате газа в рублях**

- подрывает санкции Евросоюза;**
- позволит России регулировать обменный курс в свою пользу.**

Действительно, стабильность и необесценение  
рубля важны как антисанкционная мера

# Естественно обвал рубля может привести к:

- Снижению доверия к нему со стороны населения и бизнеса
- Сокращению сбережений и инвестиций в нац. валюте
- Росту инфляции
- Сокращению совокупного спроса и снижению роста экономики.

Поэтому естественно оппоненты РФ в этом заинтересованы.

Россия напротив, заинтересована в противоположном – в превращении рубля в прочную необесценивающуюся валюту.

При этом возникают новые факторы.

Опрос РСПП, 2 кв. 2023 г.

- Валютная нестабильность – является вторым по своей значимости названным фактором, ограничивающим деятельность компаний.

## Существуют рычаги для стабилизации курса

- В целом насколько возможен и целесообразен отказ от свободного плавания, обязательство которое было принято в принципиально иных условиях?
- Нужно ли и как долго сохранять обязательность продажи валютной выручки?
- Довод о том что ее и так продают – не дает уверенности перспектив для рынка. Должны быть четкие формальные указания, которые дадут рынку понимание его перспектив.

## Есть и другие рычаги

- Нормативы, делающие рублевые операции более привлекательными; валютные позиции (успешный пример РФ 1998 г.); четкий контроль за операциями carry-trade и пр.
- Введение гибкого коридора валютных колебаний.
- Даже Япония в настоящее время при объявленном невмешательстве в курсообразование в случае необходимости используются механизмы валютных интервенций.

Объемы ЗВР России по-прежнему довольно значительны. Но их возможности по стабилизации курса рубля ограничены

- ЗВР до заморозки превышали необходимый минимум в 9 раз (по покрытию трехмесячного импорта).
- Даже после заморозки 300 млрд долл. ЗВР их объем превышает необходимый минимум в 4 раза (нужно 3 мес. импорта, а у нас 13 мес. импорта).
- **В нынешних условиях свободное плавание очевидно требует корректировок.**



Стабильность и необесценение рубля важны для его использования в международных расчетах и будет уменьшать отрицательный эффект санкций.

# Переход на расчеты в рублях по группе экспортных товаров

- Приведет к **изменению концепции курсообразования рубля**, что необходимо учитывать в дальнейшей экономической политике.
- Будет способствовать удорожанию курса рубля, т.к. экспортеры будут в большей степени заинтересованы в удорожании рубля, поскольку им будет выгоднее получать платежи в более крепкой валюте.

Санкции привели к необходимости перестройки **валютного рынка**, повышая роль валют дружественных стран

При этом

- Важно ускорить развитие рынка таких нетоксичных валют.
- Необходимо возобновить роль маркет-мейкеров для развития сегментов этих валют - обеспечение глубины рынка, поддержание масштабов операций, обеспечение стабильности и др.

Их функции на начальном этапе мог бы взять и ЦБ РФ.

# О прогнозах

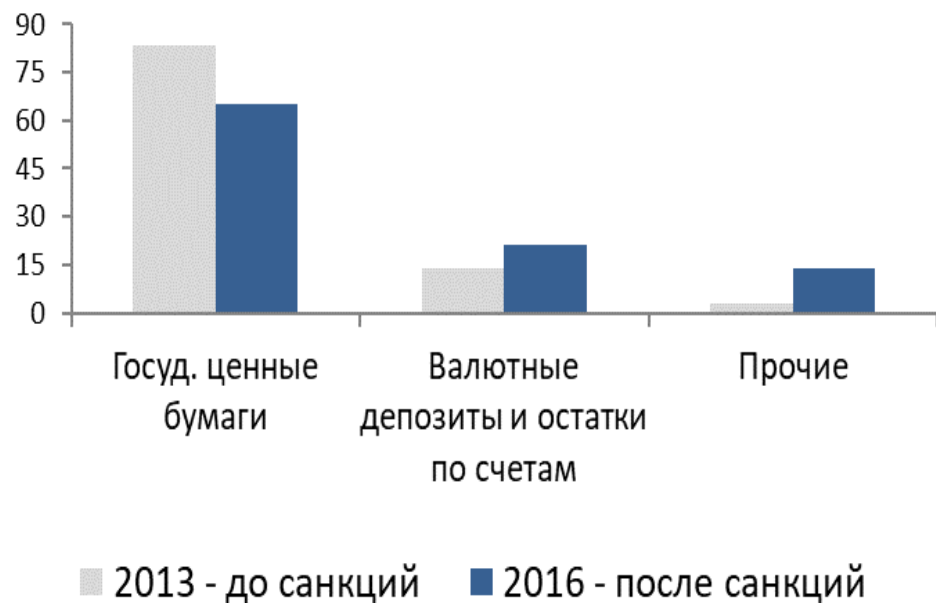
## ***О международных резервах***

Многие говорили, что замораживания ЗВР быть не может.

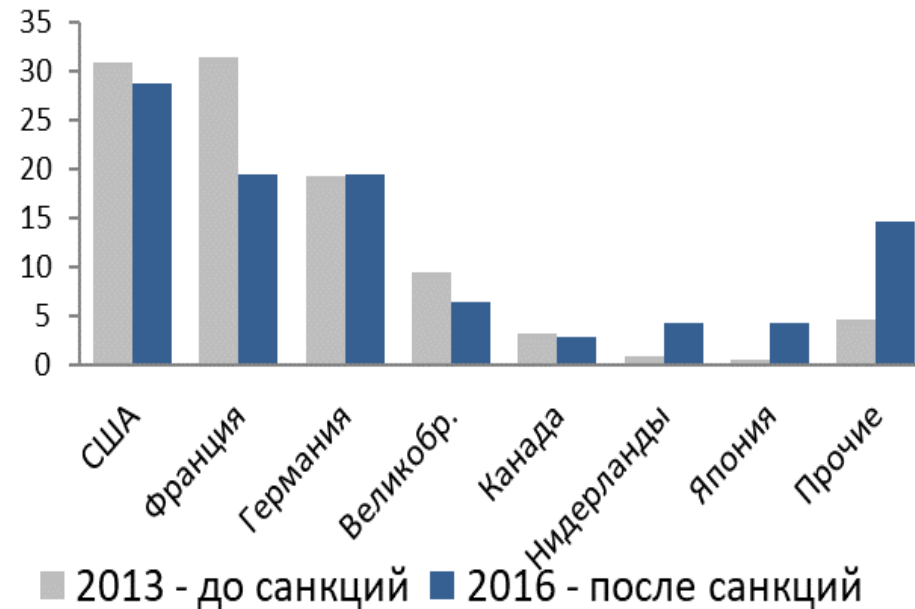
Однако это произошло.

# Размещение ЗВР России: до и после введения санкций (%)

А) распределение резервных валютных активов по инструментам, %



Б) географическое распределение резервных валютных активов, %



Еще до санкций мы писали

«Экономические стратегии», 2017, №7

Ершов М.

- «Необходимо сократить вложения ЗВР России в американские активы, они остаются крайне высокими. Это **чревато риском замораживания этих средств.**»

# Заморозка резервов: правовой аспект

- Заморозка активов центральных банков по-прежнему не имеет четкого регулирования на международном уровне.
- В настоящее время только в Канаде существует специальное законодательство, позволяющее конфисковывать замороженные активы.
- Специальное законодательство США также дает возможность конфискации активов по решению властей.

## *Об иностранных банках*

Ершов М.В.: «Иностранные банки решают в первую очередь проблемы, в которых заинтересованы их акционеры и которые могут существенно отличаться от системных общеэкономических задач, стоящих перед экономикой и перед национальной экономической политикой»

(журнал «Деньги и кредит», 2005, №10)

В 2022 г. иностранные банки, руководствуясь собственными неэкономическими соображениями, ушли из России.



Прогнозы многих экспертов часто могут быть верны.

Но нужно руководствоваться здравым смыслом, не бояться выходить за общепринятые рамки и крайне аккуратно относиться к моделированию.

## США: слушания в Конгрессе в кризис 2007-09 гг.

- А. Гринспен (глава ФРС США, 1987-2006), признал, что на многие вещи вследствие кризиса пришлось взглянуть по-другому и переоценить их. Причем (в качестве своего рода оправдания) им указывалось, что при этом были созданы мощные модели, которые предназначались для того, чтобы предсказывать наступление подобных событий, и авторы некоторых из них даже получили Нобелевские премии.
- «Все интеллектуальное здание обрушилось... поскольку модели основывались на данных последних 20 лет – периода эйфории»  
(A. Greenspan. Statement during Committee Hearings on the Financial Crisis and the Role of Federal Regulators, Us House of Representatives. Oct. 23, 2008)
- Для чего нужны модели, которые не выполняют тех основных целей, для решения которых они были созданы?

## *О рисках цифровизации*

«Учитывая, что у нас сейчас цифровые и в целом технологические возможности будут постоянно расширяться и увеличиваться, с ними связанные проблемы будут только расти. Причем это может касаться и первоклассных банков тоже.» (М.Ершов, янв. 2024)

В начале 2023 г. в США обанкротились три банка:

- Silicon Valley Bank,
- Signature Bank of New York,
- First Republic Bank

Банкротство произошло в рекордные сроки – буквально за считанные дни.

- Размер активов этих трех банков превысил объемы активов всех 25 американских банков, которые обанкротились в период глобального финансового кризиса в 2008 г. (а тогда были поставлены свои рекорды по масштабам банкротств).
- Сейчас банки были очень продвинутыми в плане применения цифровых технологий.
- Деньги были выведены из банка в рекордные сроки и произошло это **благодаря именно цифровым технологиям.**

- Без этих новаций деньги не смогли бы столь быстро вывести из банков.
- Вместо этого были бы длинные очереди, ограниченные часы работы, лимиты по снятию средств и в итоге центральный банк принял бы решение как эту остроту снять, как это бывало и раньше.
- Учитывая, что применение цифровых технологий остается и будет только расти, то актуальность антикризисных решений в этой сфере также будет возрастать.

- Крупнейший банк JPMorgan Chase недавно объявил, что планирует развиваться в основном за счет расширения сети своих отделений.
- То есть по сути развитие банковской отрасли сейчас вынуждает возвращаться к традиционным физическим операциям, т.к. онлайн-сервисы для таких крупных банков сейчас не являются бесспорным драйвером развития.

# **О новых подходах центральных банков**

## Новая ситуация вынуждает активно использовать **нестандартные меры** поддержки

- Безлимитное количественное смягчение
- Активные покупки гособлигаций центральными банками многих стран
- Частое применение околонулевых и отрицательных процентных ставок
- Программы покупки центральными банками корпоративных облигаций, в т.ч. невысокого качества (ЕЦБ на 1,8 трлн евро)



## Меры поддержки еще больше деформировали традиционные взаимосвязи между реальной экономикой и финансовыми показателями

- Происходило масштабное вливание ликвидности, но при этом доллар не обесценивался;
- Большие вливания ликвидности **долго не приводили** к росту цен;
- Утратилась связь между реальной экономикой и фондовыми рынками: ВВП снижался, а фондовые индексы фиксировали новые рекорды роста;
- В результате существенных мер поддержки исказилась оценка фактического риска отдельных участников.

Во многих странах отмечаются **СИСТЕМНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ** в механизмах регулирования

- По сути, философия регулирования меняется не только функционально, но и концептуально.
- Центральные банки начинают все больше внимания уделять реальному сектору.
- Центральные банки вышли за свои компетенции, понимая, что от успеха и благополучия реального сектора зависит успех всей экономики и финансовой сферы.

Все это темы для возможных отдельных исследований

**Об особенностях денежно-кредитной  
политики.**

**Как уменьшить влияние санкций?**

# Иная философия подходов

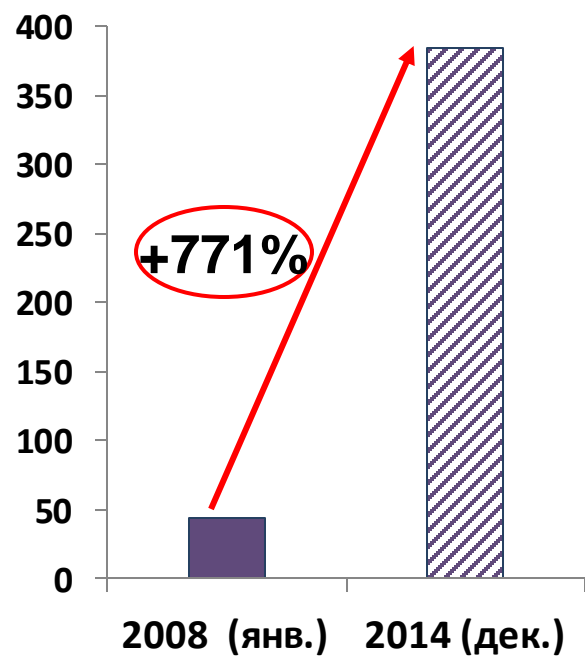
## Швейцария:

- в кризис 2007-09 гг. была лидером по наращиванию ликвидности;
- «ужесточение по-швейцарски» повысили ставку до минус 0,25% (июнь 2022);
- первая среди крупных стран, кто начал снижать процентную ставку (март 2024).

# Денежная база

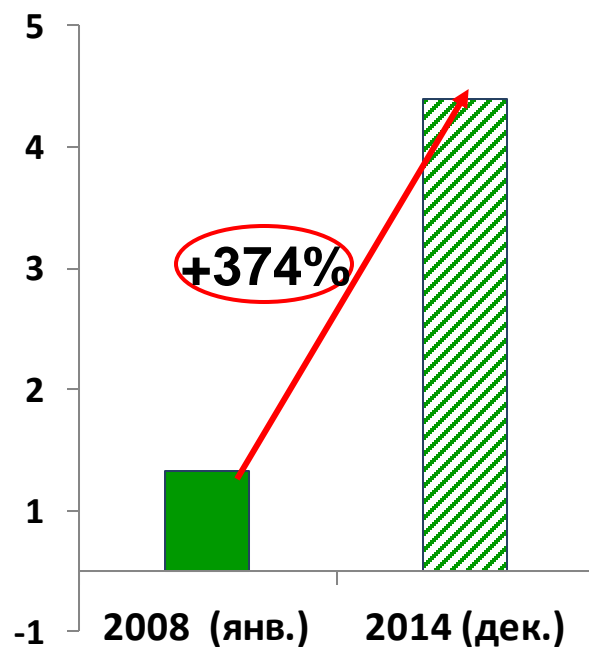
## ШВЕЙЦ. ФРАНКА

(млрд. швейц. фр.)



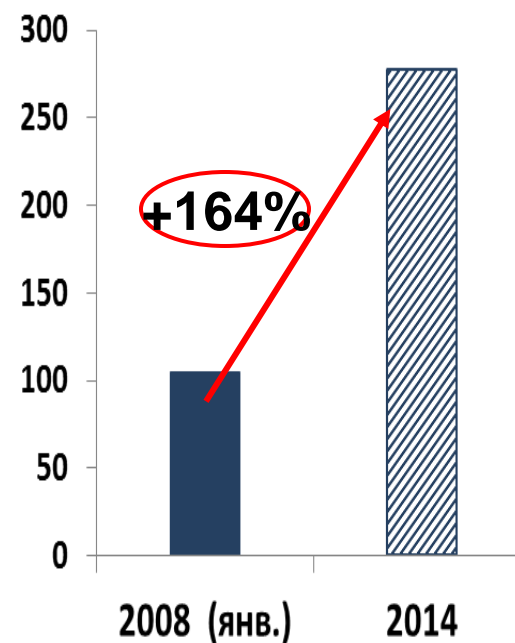
## ДОЛЛАРА США

(трлн. долл.)



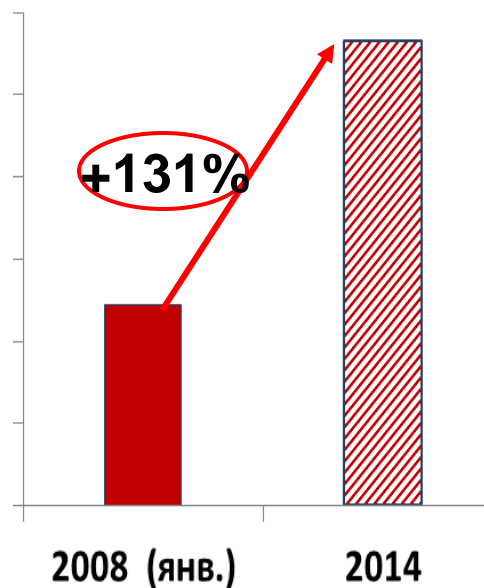
## ЯП. ИЕНЫ

(трлн. иен)



## РОССИЙСКИЙ РУБЛЬ

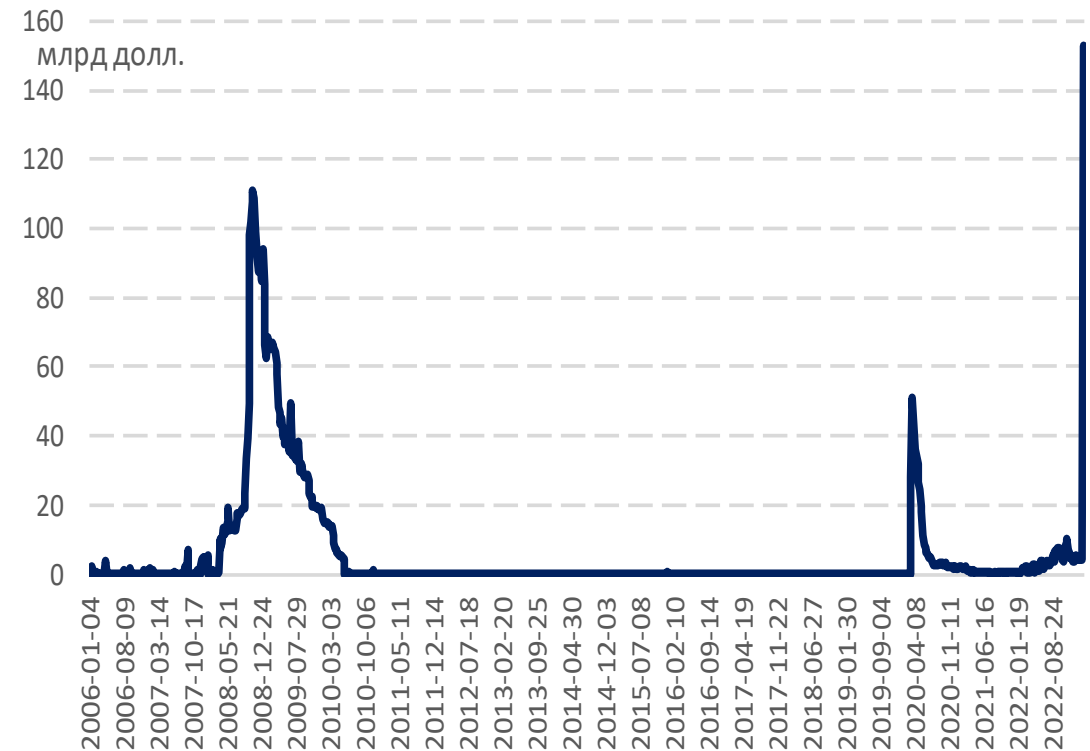
(трлн. руб.)



- МВФ: «Бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии... позволили добиться впечатляющего оживления экономической активности» (2013).
- Дж. Пауэлл (глава ФРС США): не стоит волноваться о росте бюджетного дефицита, пока экономика полностью не восстановится (февр. 2021).

## Объем рефинансирования со стороны ФРС через дисконтное окно (Discount Window Borrowing)

- ФРС в 2023 г. четко дала рынку понять, что она готова справиться с любым давлением на ликвидность (см. график).
- Прецедент 11 сентября 2001 г.





- ЕЦБ в кризис 2007-09 гг. через операции рефинансирования влил ликвидности двумя чисто эмиссионными раундами в течение нескольких месяцев в объеме свыше 1 трлн евро
  - такой объем ликвидности был получен российской экономикой от экспорта сырой нефти в течение 10 лет (!).

# О длинных деньгах

Традиционные источники длинных денег:

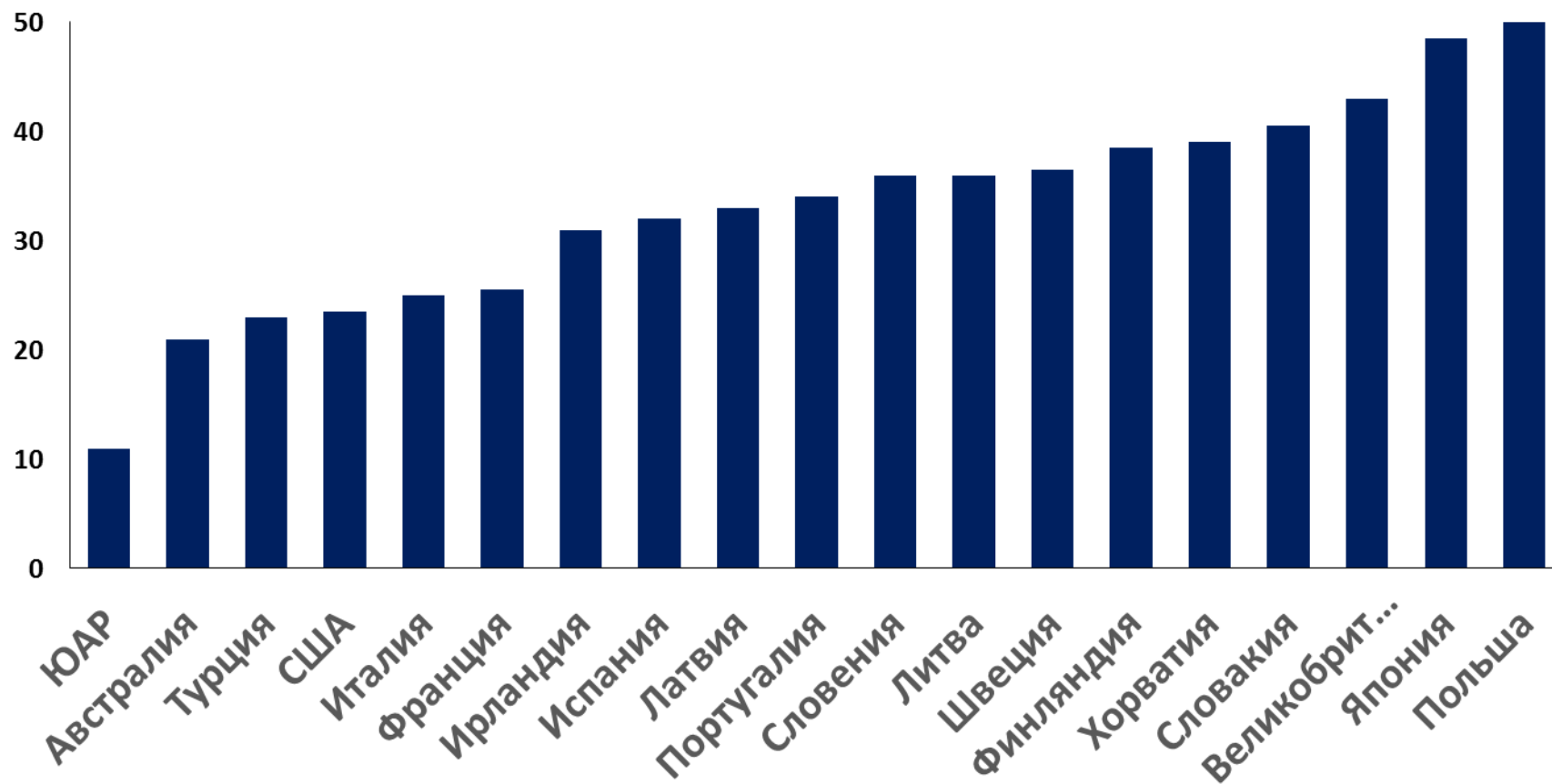
- Фондовый рынок;
- Рынок страховых услуг;
- Пенсионные накопления.

Но формирование достаточного объема средств этих источников требует длительного периода времени.

Путин В.В.: «для уверенного роста инвестиций  
экономике нужны так называемые длинные деньги...  
Это прямая ответственность Банка России»

(Послание Президента РФ Путина В.В. Федеральному Собранию. 15.01.2020)

## Доля центральных банков в национальных гособлигациях (в %)



Источник: OECD, 2021.

Механизм покупки национальных госбумаг национальным центробанком позволяет:

- Снизить процентные ставки для реального сектора
- Снять проблему финансирования госбюджета

- Повысить устойчивость и глубину финансового рынка
- Насытить экономику длинными деньгами
- Диверсифицировать инструменты на рынке
- Оживить соответствующие сегменты рынка

- Это важнейшие механизмы экономической политики во все времена.
- Но в настоящее время это уже важный **механизм геоэкономической политики.**



Чрезвычайная ситуация очевидно требует новых расходов, которые позволили бы решать возникающие проблемы

- При этом новые задачи требуют в принципе новых денег.
- Механизм использования госбумаг позволяет эти задачи решать.
- В ином случае происходит оттягивание средств из других направлений (по сути игра с нулевой суммой).

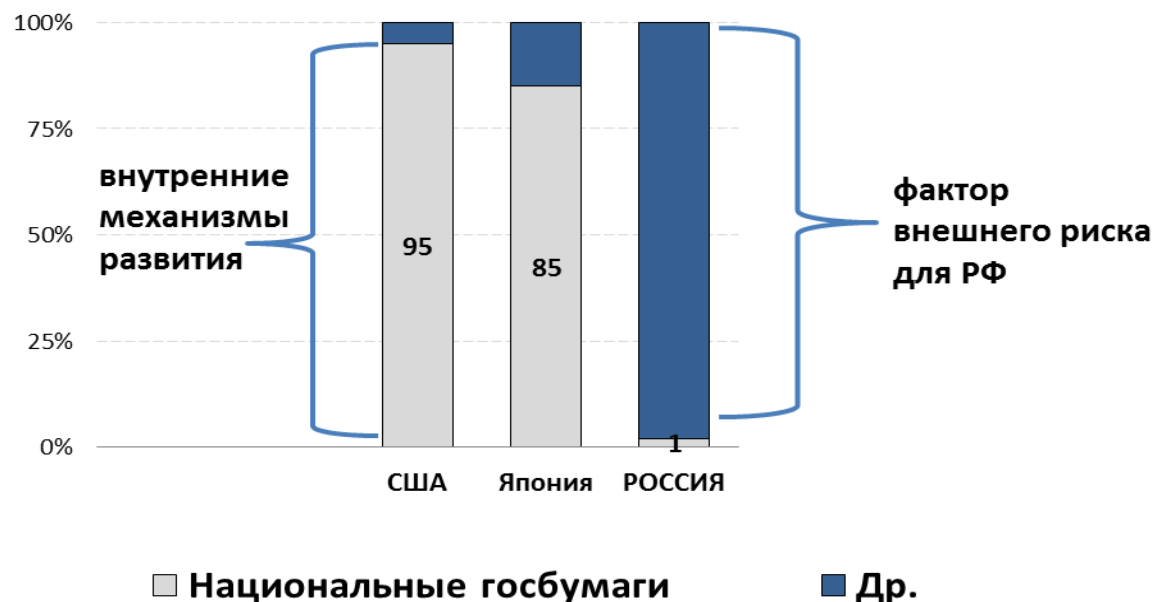
- НО важно не допустить перетока средств на валютный рынок, что может оказать негативное влияние на курс рубля.
- Для этого есть соответствующие механизмы (см. ниже).

- Иногда говорят, что коммерческие банки тоже используют ОФЗ для рефинансирования, что по сути решает ту же проблему монетизации.
- Разница однако состоит в предсказуемости и долгосрочности операций в случае с развитыми странами и с постоянной возобновляемостью процесса и непредсказуемостью параметров, ставок, объемов и пр. в нашем случае.
- (Одно дело одна операция на 10 лет, другое дело -20 операций по полгода.)

## СПРАВОЧНО:

В ведущих странах центральные банки покупают национальные целевые облигации своего минфина. В результате создаются новые деньги для финансирования приоритетных направлений.

### Доля национальных госбумаг в эмиссии национальной валюты



- Другие - в США и Японии - включают средства в расчетах, свопы, золото, кредиты и др.
- Другие - в России включают в первую очередь экспортную выручку и внешние займы.

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

## СПРАВОЧНО:

- В США и Японии монетарные власти (Минфин-ЦБ) стоят у истоков формирования длинных денег.
- Госбумаги находятся на балансе их центральных банков весь период.
- В случае истечения срока, операция повторяется вновь. Возобновляемость указанного механизма делает длинные деньги фактически бессрочными.

## СПРАВОЧНО:

- Таким образом осуществляемая целевая длинная эмиссия ведущих валют формирует основу длинных денег до 30-40 лет, что крайне важно для инвестиций в первую очередь в высокотехнологичные сферы .
- Это по сути и есть **денежно-промышленная политика** (mondustrial policy).

## СПРАВОЧНО:

- У двух самых мощных финансовых систем большая схожесть при их подходах монетизации.
- Не это ли обеспечивает им лидирующие позиции в финансовой системе мира?
- Не объясняются ли наличие проблем в РФ с длинными деньгами, высокими ставками, отсутствием инвестиций тем, что у нас практикуются зеркально противоположные подходы от подходов развитых стран?

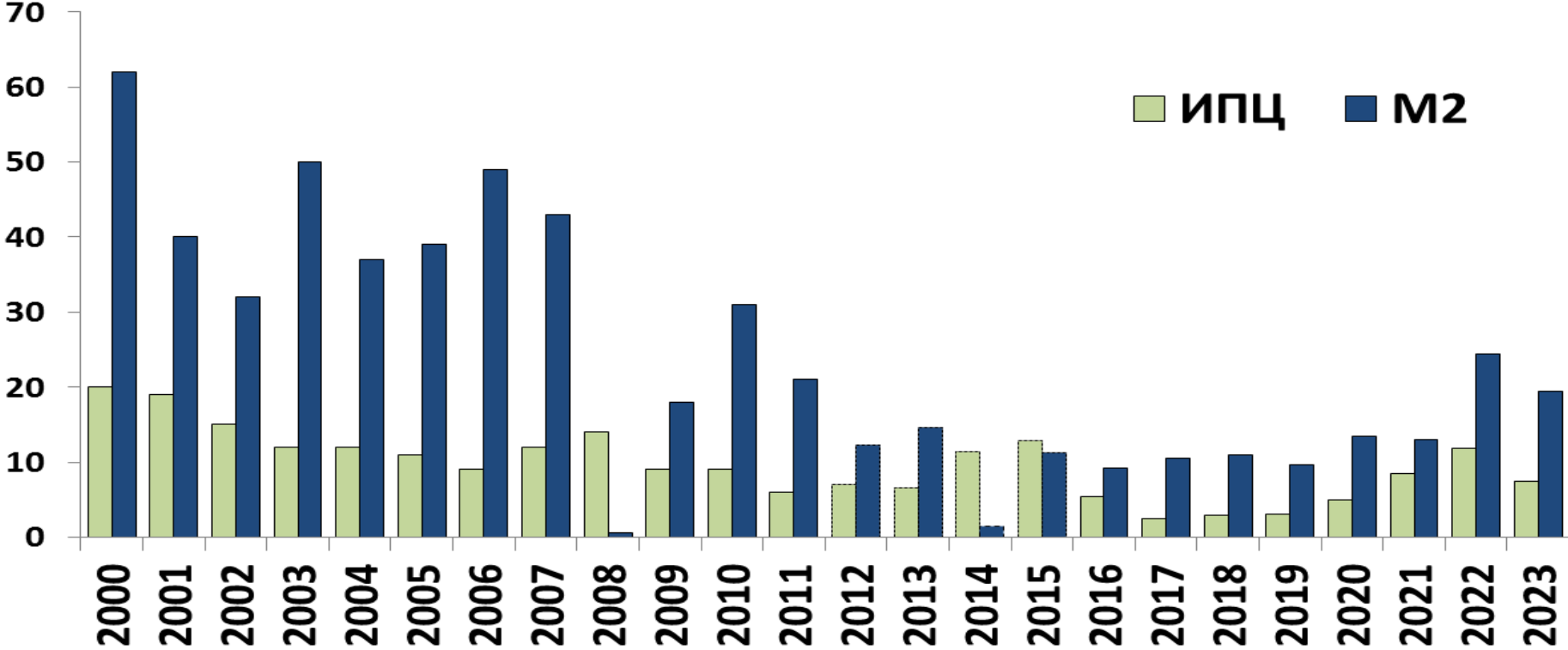
Такие подходы в настоящее время становятся  
важнейшими для многих стран.



# Монетизация и инфляция

# Монетизация и инфляция

**Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000 – 2023 гг.,**  
(ежегодный прирост, %)

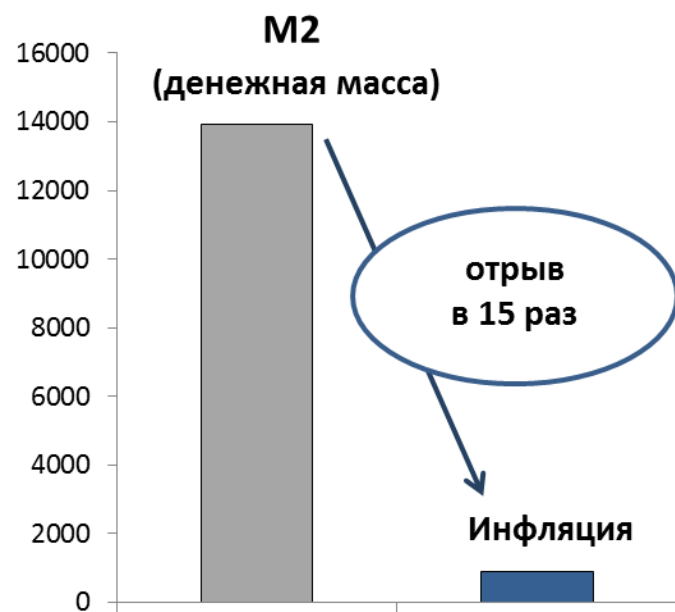


Источник: ЦБ РФ

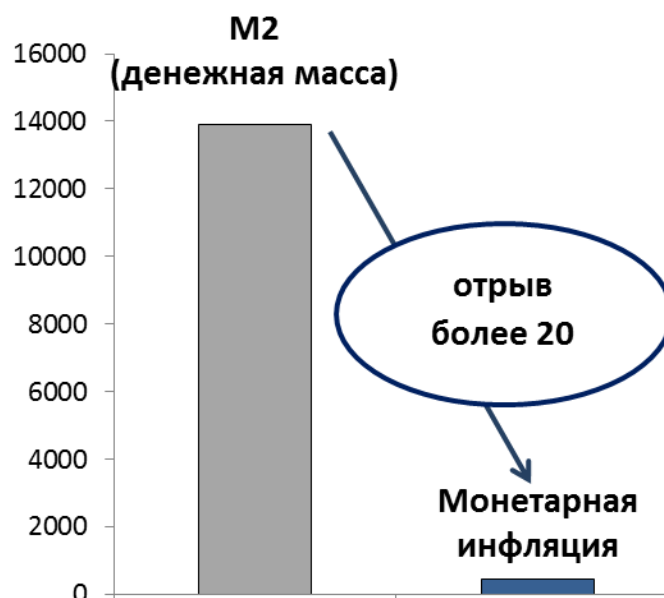
В отдельные периоды вклад валютного курса в инфляцию достигал 50%. Тогда если очистить инфляцию от немонетарного и курсового фактора, то отрыв между ростом M2 и ростом ИПЦ может достигать более 40 раз

### Суммарный прирост в 2000-2023 гг.

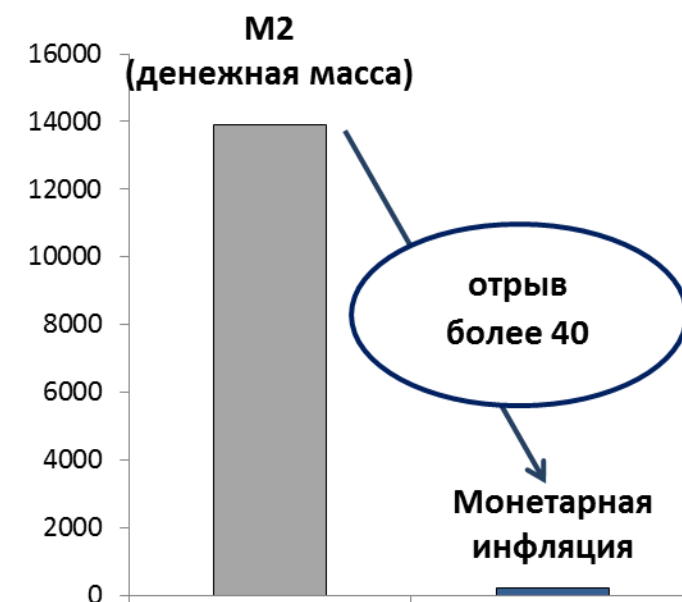
а) отрыв роста M2 и инфляции



б) очищенный от немонетарной доли



в) очищенный от немонетарной доли и от валютного курса



Т.е. 100%-й рост M2 вызовет повышение цен лишь на 2,5%.

Источник: по данным ЦБ РФ.

О возможности целевого финансирования и низкой инфляции при этом начал говорить даже Банк России:

Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, приведет к ускорению экономического роста и не будут формировать повышательного давления на инфляцию.

(Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и на период 2024 и 2025 годов. Проект от 27 сентября 2022.).

- Указанный отрыв между инфляцией и ростом M2 имеет многолетний и по сути системный характер.
- Другими словами, у экономики РФ есть большой ресурс для принятия ликвидности на низкоинфляционной основе.

- О том, что рост ликвидности часто не является инфляционным фактором в последнее время стали подтверждать и эксперты МВФ.

Berger H. (2023). A Note of Caution on the Relation between Money Growth and Inflation. IMF Working Paper. WP/23/137.

- Это свидетельствует о неоднозначности тезиса, согласно которому рост денежной массы обязательно должен приводить к росту цен, и которого придерживались многие годы.

- Для направления средств в необходимые сферы с минимальными инфляционными последствиями важна четкая структурная политика.

Есть ли у нас есть необходимые инструменты и рычаги, которые позволят нам обеспечить экономический рост, не спровоцировав рост цен и не расшатать валютный курс?

Представляется, что есть.



- [Мир и Россия в условиях трансформации: устойчиво ли восстановление экономик?](#) // *Вопросы экономики. 2023. №12.*
- [О новых механизмах обеспечения экономического роста в условиях санкционных ограничений](#) // *Экономические стратегии. 2023. №4.*
- [Надо учесть офшорный рубль](#) // *Эксперт. 2023. 2-8 октября.*
- [Некоторые особенности текущего развития и возможные инструменты роста экономики](#) // *Сборник Трудов Вольного экономического общества России. 2023. Том 239.*
- [Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов](#) // *Вопросы экономики. 2022. №12.*
- [Валютно-финансовые подходы в условиях санкций: новые решения](#) // *Сборник Трудов Вольного экономического общества России (по итогам МАЭФ). Научные труды ВЭО России. 2022. Том № 3 (235).*
- [Реалии экономического суверенитета - автор А. Агеев](#) // *Экономические стратегии. 2016. Октябрь.*
- [Рублями, пожалуйста](#) // *Эксперт. 2006.*
- [Ершов М.В. "Мировой финансовый кризис. Что дальше?"](#) М.: - *Экономика, 2011. 295 с.*

*М. Ершов*

*доктор экономических наук*

*Институт энергетики и финансов,*

*Финансовый университет при*

*Правительстве РФ*

**Современные риски мировой финансовой  
системы. Некоторые денежно-кредитные и  
валютные аспекты**

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