



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, факс: 8-499-129-09-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИИ: ТЕКУЩАЯ КОНЦЕПЦИЯ, ПРОБЛЕМЫ, ПОЛЕ ДЛЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

15 АПРЕЛЯ 2025 г.

к.э.н., зав. лаб. № 27 О. Солнцев

н.с. лаб. № 27 Р. Ахметов

н.с. лаб. № 27 И. Медведев

н.с. лаб. № 27 А. Дешко

м.н.с. лаб. № 27 Д. Ломоносов

План презентации

- I. О постановке исследовательских проблем*
- II. Общее описание действующей «концепции» ДКП*
- III. Тупики действующей «концепции»:*
 - в настоящее время
 - в будущем
- IV. Изучение альтернатив «концепции» ДКП*
 - альтернативные/дополняющие цели
 - альтернативные/дополняющие подходы
 - альтернативные/дополняющие инструменты

Текущий план доклада ИИП РАН

Название: «Механизмы взаимодействия бюджетной и денежно-кредитной политики в современных условиях функционирования российской экономики. Макрофинансовая политика в условиях структурной трансформации российской экономики»

Раздел 2. Теоретические аспекты взаимодействия бюджетной и денежно-кредитной политики. Эволюция взглядов на возможности влияния бюджетной и денежно-кредитной политики на экономическую динамику в России и мире. Современные концепции роли бюджетной и денежно-кредитной политики в процессах управления экономикой, возможности и ограничения их использования.

Раздел 5. Современный инструментарий денежно-кредитной политики: возможные подходы и российские реалии

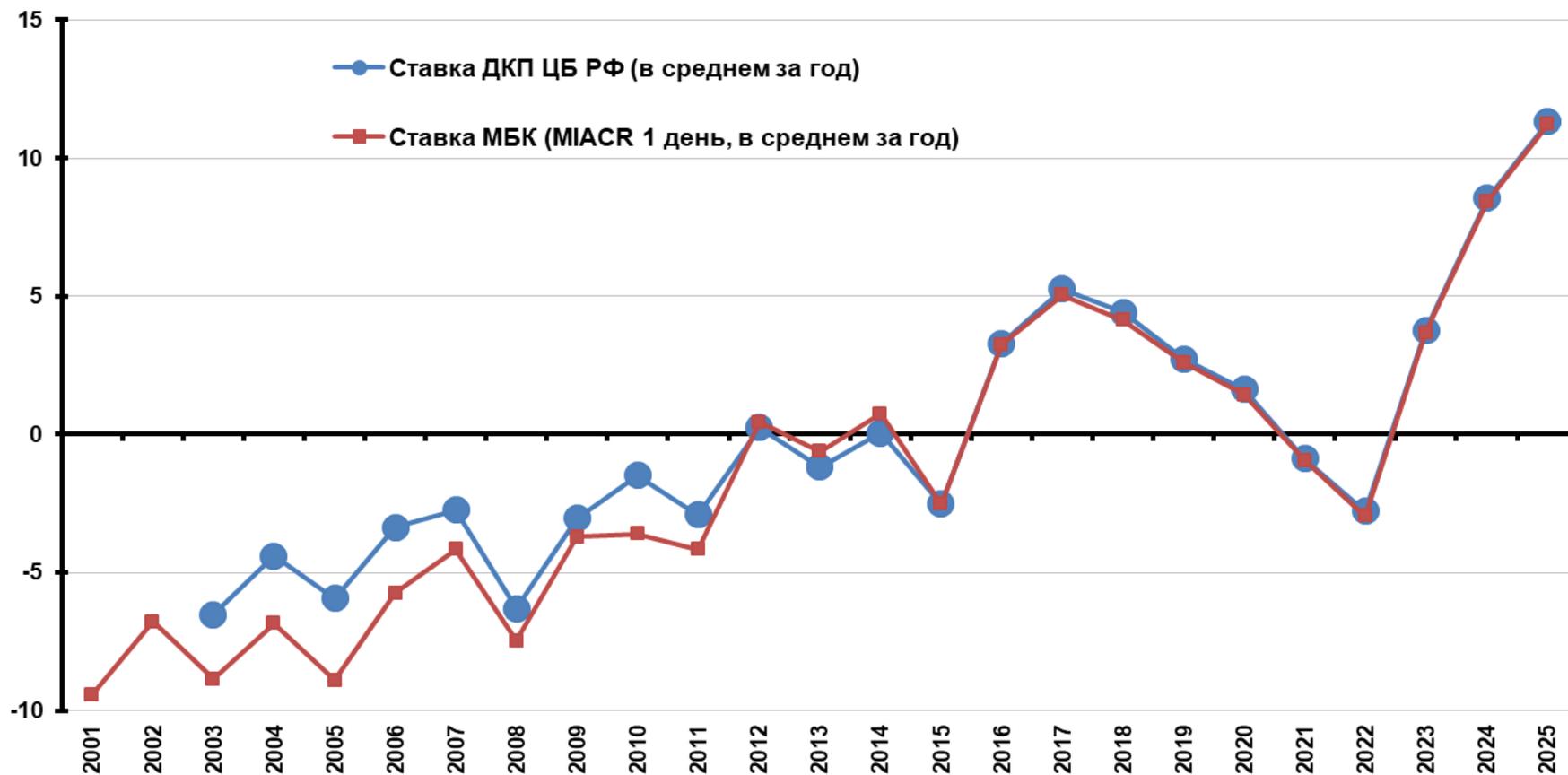
Эффективность политики инфляционного таргетирования в различных фазах делового цикла и в условиях внеэкономических шоков. Немонетарные меры борьбы с инфляцией. Нейтральный уровень инфляции в условиях структурных сдвигов. Эффективность мер макропродуциального регулирования. Денежная масса как индикатор уровня экономической активности.

II. *Общее описание действующей «концепции» ДКП*

- «Банк России придерживается раздельного целеполагания денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности, то есть разделения целей и инструментов данных политик» .
- «Потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала, в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность и эффективность использования данных факторов, обеспечивая меньший циклический спад или перегрев в экономике. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики»
- «При существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать ключевую ставку для стабилизации ситуации на финансовых рынках и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Используя ключевую ставку в этих целях, Банк России в том числе способствует стабилизации курсовых и инфляционных ожиданий экономических агентов, что является важным фактором обеспечения ценовой стабильности».
- Более сильная и более длительная реакция ДКП на инфляционные риски, чем на дефляционные (из-за асимметрии подстройки инфляционных ожиданий)
- «Облегчение» инструментария ДКП - преимущественно регулирование уровня процентных ставок

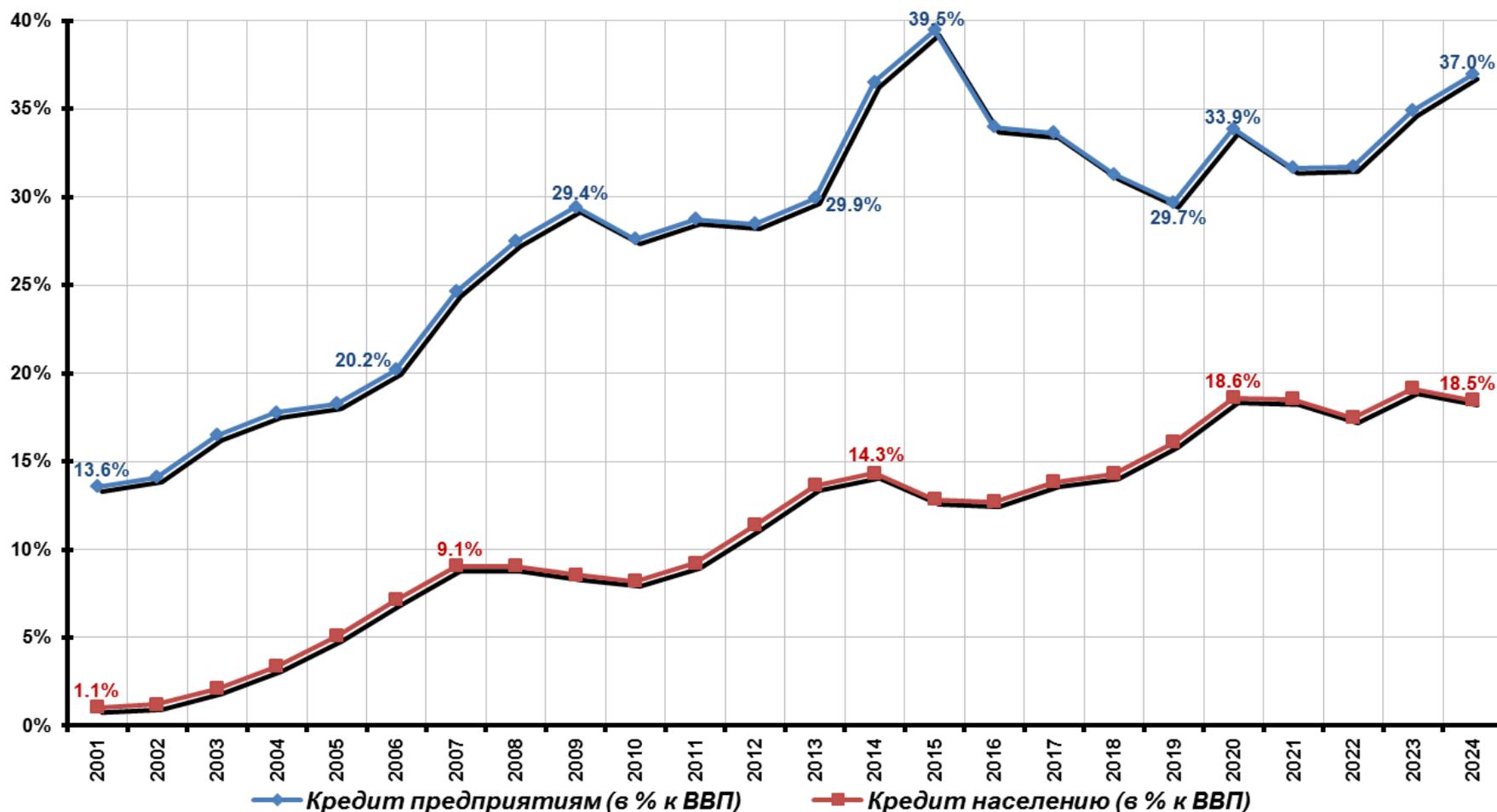
III. Тупики действующей «концепции» - в настоящее время

Реальные ставки денежного рынка (% годовых)



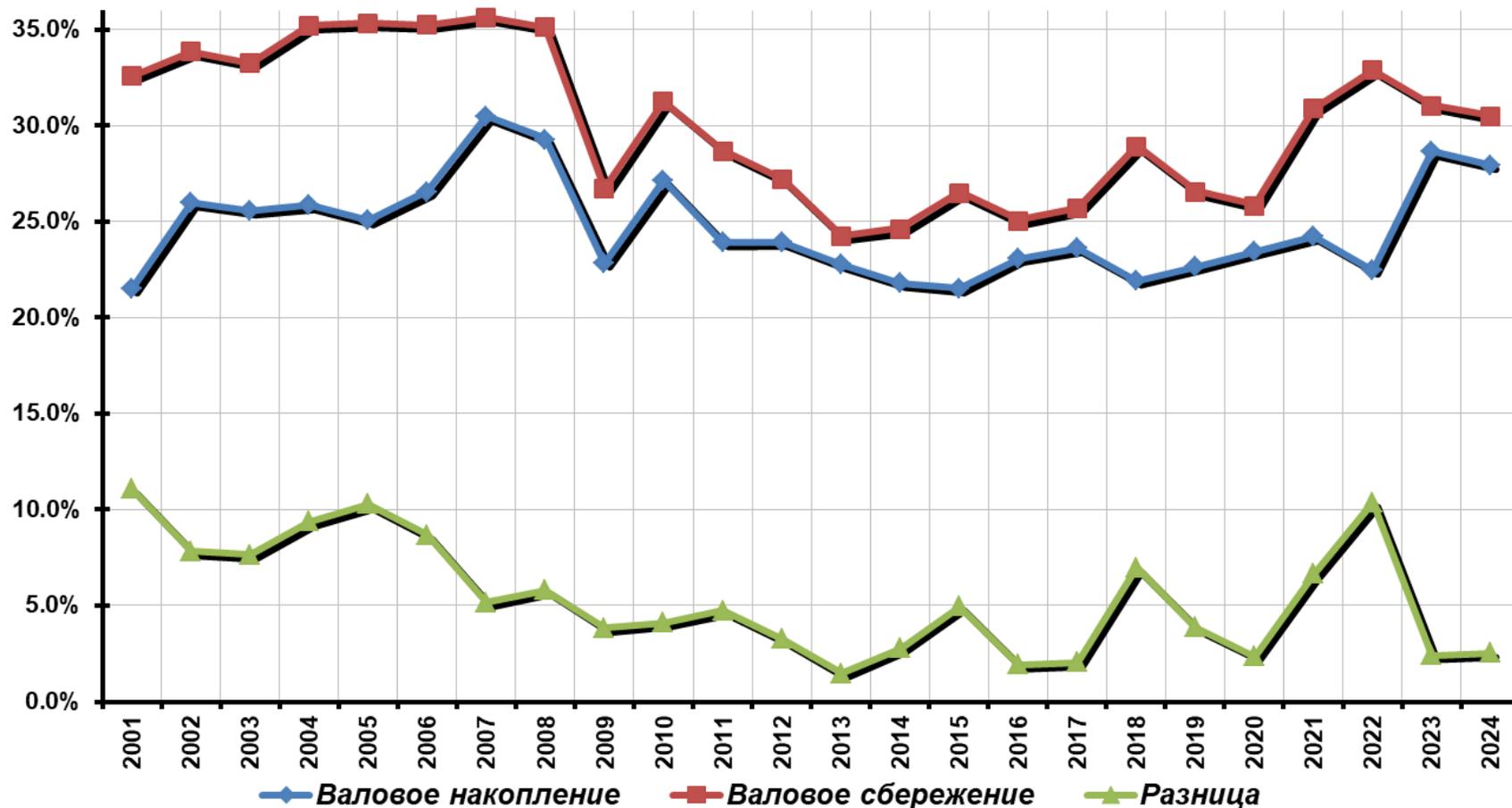
III. Тупики действующей «концепции» - в настоящее время

Кредитование населения и предприятий (в % к ВВП)



III. Тупики действующей «концепции» - в настоящее время

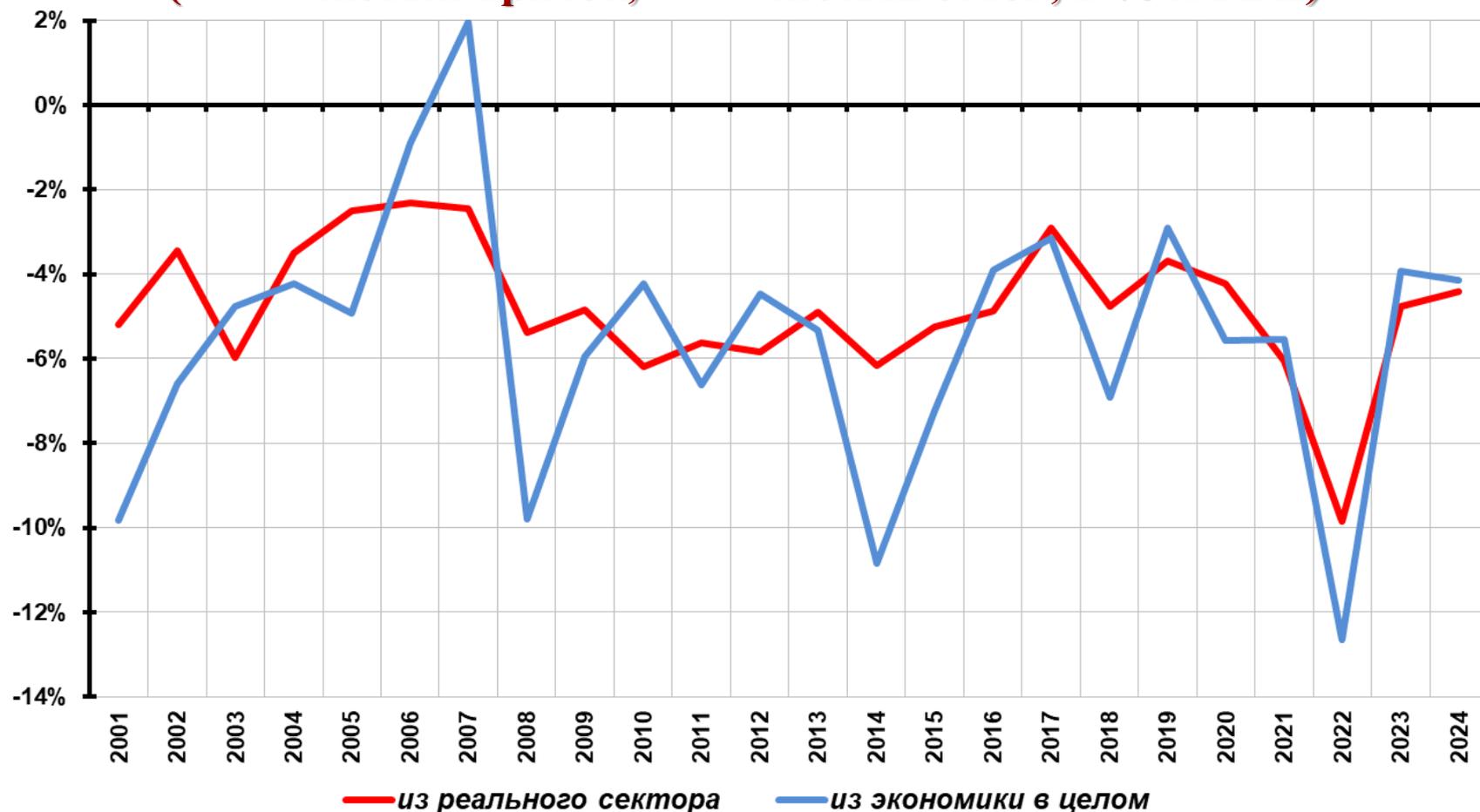
Валовое накопление и валовое сбережение (в % к ВВП)



III. Тупики действующей «концепции» - в настоящее время

Чистый отток капитала и инвестиционных доходов из российской экономики

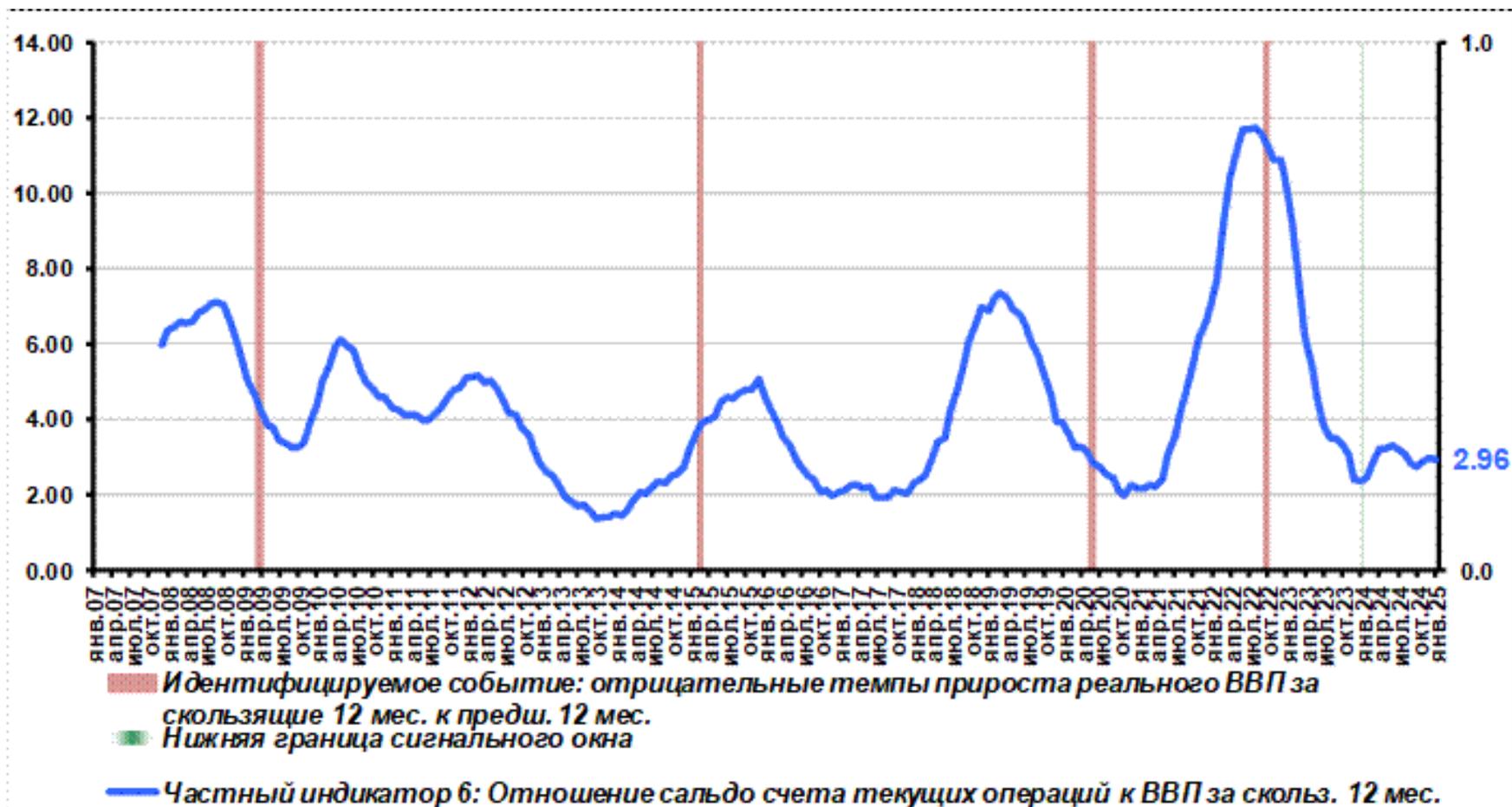
(«+» – чистый приток, «-» – чистый отток, в % к ВВП)



* 2007 г. – исключено влияние перераспределения активов в результате банкротства НК ЮКОС

III. Тупики действующей «концепции» - в настоящее время

Сальдо текущих операций (в % к ВВП)



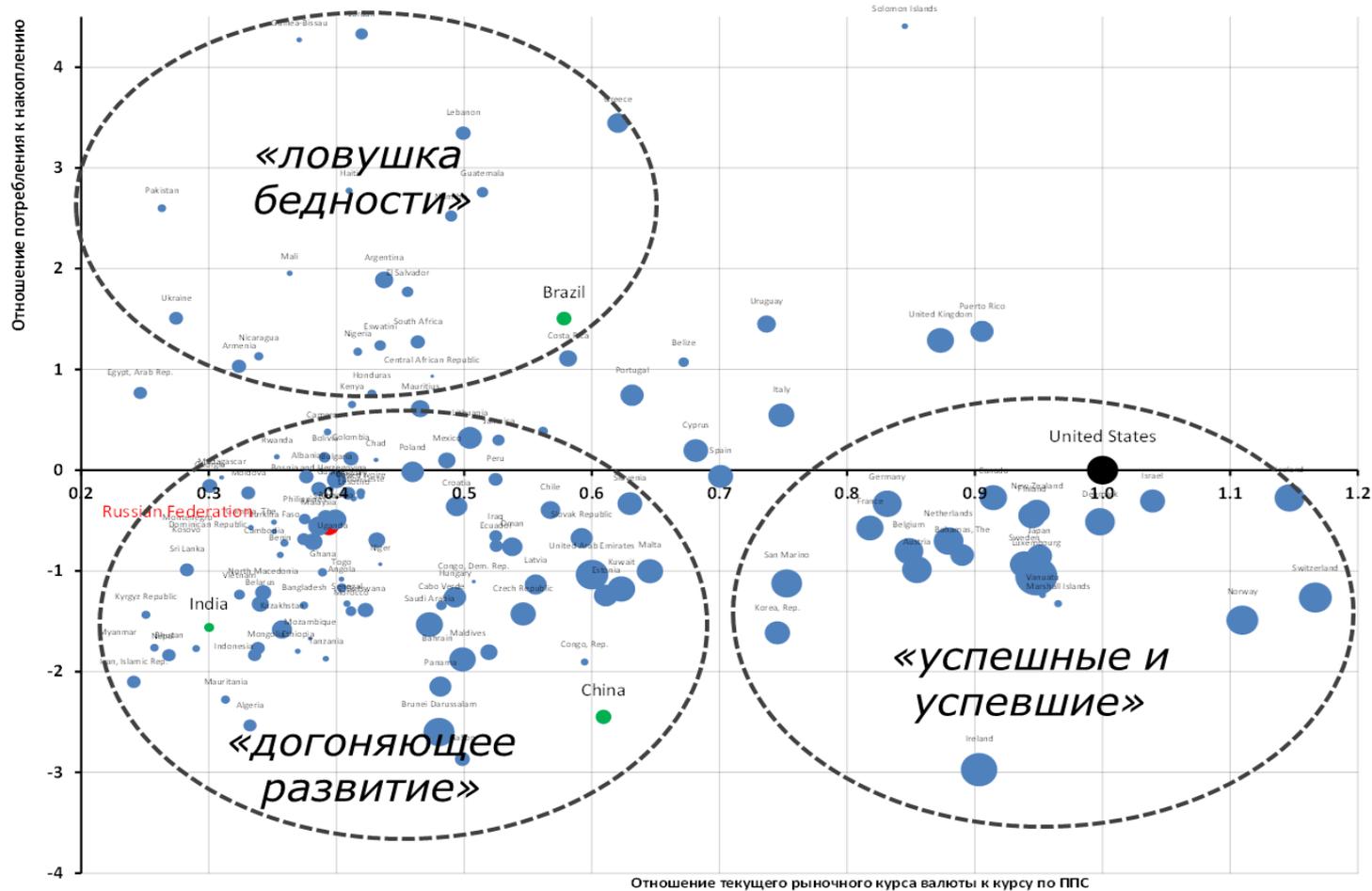
III. Тупики действующей «концепции» - в будущем

Провалы в повестке развития вследствие «узких мест» текущего подхода к проведению ДКП

- **Не произошло существенного «импортозамещения»** в сегментах рынка финансовых услуг, значимых с т.з. возможности национальной экономики трансформироваться/адаптироваться к геополитическим/геоэкономическим шокам: **страхование ВЭД, рынки производных финансовых инструментов, синдицированные кредиты, и др.**
- **Долгосрочные процентные ставки непредсказуемы**, что подрывает развитие инструментов долгосрочного инвестирования
- **Курс рубля нестабилен** и отличается высокой волатильностью, что негативно влияет на развитие долгосрочных инвестиций
- **Внешнеэкономические расчеты** в национальных валютах «дружественных» стран затруднены из-за их низкой ликвидности
- **Капитальный контроль** как инструмент экономического развития пока недооценен

III. Тупики действующей «концепции» - в будущем

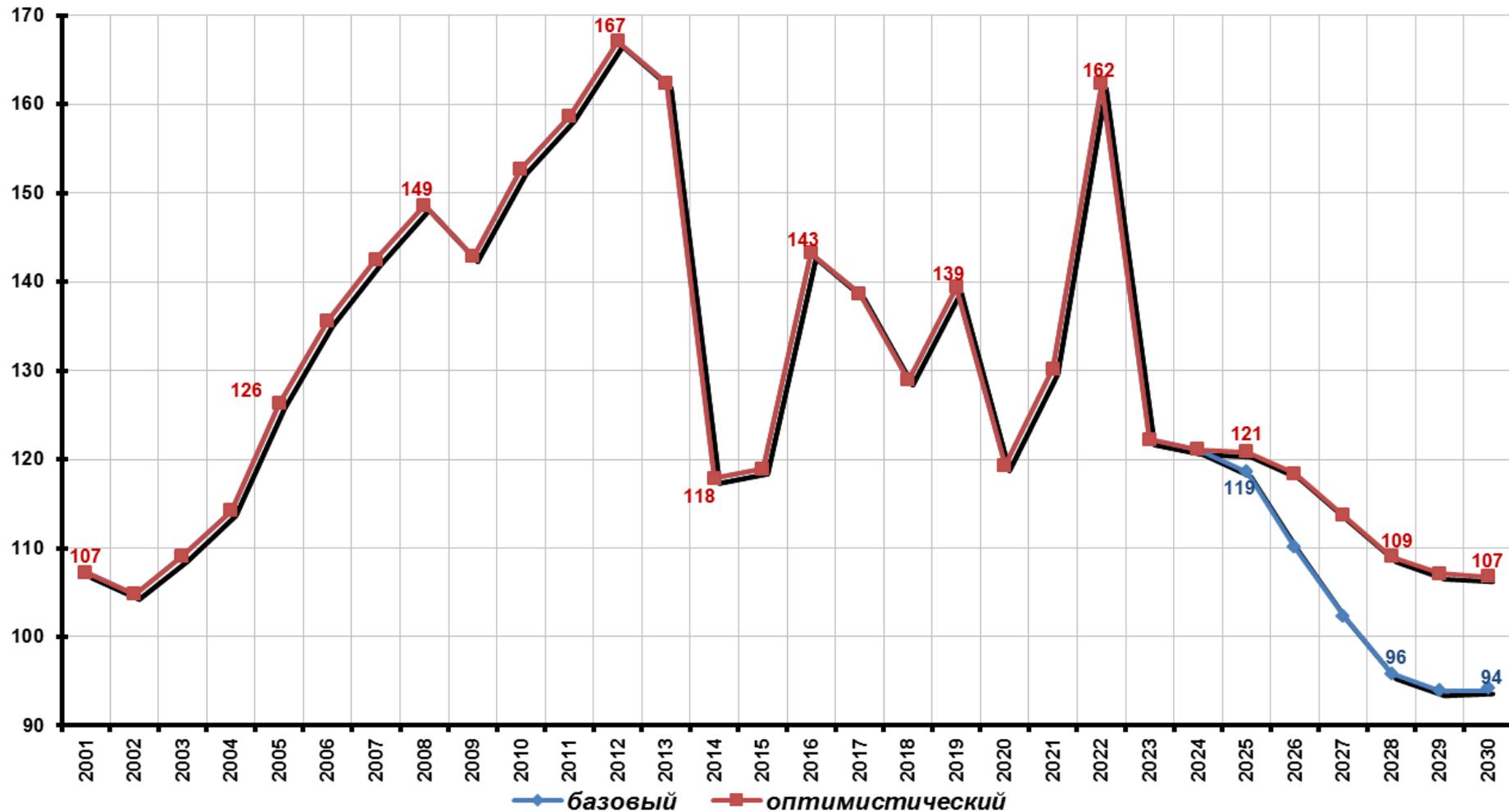
Взаимосвязь между покупательной способностью национальной валюты и геоэкономическим позиционированием страны (2019)



* Размер круга соответствует величине подушевого ВВП

III. Тупики действующей «концепции» - в будущем

Реальный эффективный курс рубля, 2000 г. =100%



IV. Изучение альтернатив «концепции» ДКП

Возможные альтернативы: цели

- ✓ **Цель ДКП:** обеспечение финансовых условий, при которых капитал, вложенный в бизнес в России, в долгосрочном периоде с высокой вероятностью будет иметь большую реальную стоимость, чем в «среднем» в другой стране:
 - ценовая стабильность (невысокая и неволатильная динамика цен)
 - долгосрочная курсовая стабильность и тенденция к долгосрочному повышению покупательной способности (реального курса) национальной валюты
 - относительная стабильность и тенденция к долгосрочному повышению фондовой стоимости компаний (фондового рынка)
 - стабильность долгосрочных процентных ставок

- ✓ **Гибкость правила ДКП:** больший вес текущего экономического роста, а также, возможно, учет обменного курса (возможно – имплицитный, через бюджетную политику)

IV. Изучение альтернатив «концепции» ДКП

Возможные альтернативы: подходы

- ✓ **Комплексный подход**, увязывающий денежно-кредитную политику с политикой развития финансовых рынков, обеспечения финансовой стабильности, устойчивости систем платежей (в первую очередь, в части внешнеторговых расчетов).
- ✓ **Использование капитального контроля** в качестве одного из ключевых элементов более широкой и комплексной государственной политики по мобилизации ресурсов развития, включающей в себя создание ряда условий для уменьшения чистого оттока капитала из реального сектора:
 - институциональных – в части институтов наследования, корпоративного управления, работе с социокультурными «архетипами»
 - структурных – развитие соответствующих сегментов финансовых рынков, фондов прямого инвестирования, инструментов хеджирования курсовых и процентных рисков, привлечения репатрируемых капиталов
 - политических – более тесная координация денежно-кредитной политики, политики валютного контроля и политики развития финансового сектора
 - выработки у бизнеса системных представлений о «точках роста»

IV. Изучение альтернатив «концепции» ДКП

Возможные альтернативы: инструменты

- ✓ **Развивающее (стимулирующее) регулирование и рефинансирование** для развития инструментов, обеспечивающих трансформацию и адаптацию экономики (страхование ВЭД, синдицированные кредиты, проектное финансирование, расчеты в валютах «дружественных стран» и т. д.)
- ✓ **Использование операций на открытых рынках** (прямые покупки/продажи активов со стороны Банка России)
- ✓ **Управление формой кривой доходности безрискового актива** (гособлигации различной срочности) для повышения стимулов к долгосрочным производственным инвестициям
- ✓ **Использование элементов Forward Guidance**, указывающих на стремление Банка России избегать избыточных колебаний, касающихся курса, процентных ставок, цен активов (валютные интервенции, покупки валюты за счет государственного бюджета в рамках бюджетного правила, операции по покупке/продаже активов на открытых рынках)

IV. Изучение альтернатив – синтез ДКП и политики фин.развития

Возможный перспективный образ структуры национального фин.сектора

