



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: 129-17-22, факс: 718-97-71, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

ЭКСПЕРТНОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ ПО ОТЧЕТУ БАНКА РОССИИ ЗА 2002 Г.

Резюме	2
1. Цели и задачи денежно-кредитной политики в 2002 г. (в соответствии с “Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики”)	3
2. Ключевые проблемы и альтернативные варианты денежно-кредитной политики в 2002 г.	4
3. Неэффективные механизмы рефинансирования экономики – “узкое место” денежно-кредитной политики	7
Приложение	9

Резюме

1. В Отчете дается оценка результатов деятельности Банка России на основании заявленных в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 г.» целей и задач органов монетарного регулирования. Делается вывод о достижении большинства поставленных целей и задач. Исключение составляет цель удержания инфляции в рамках заданных ориентиров, однако ее невыполнение во многом объясняется независимыми от Банка России причинами (рост цен и тарифов, регулируемых расширенным правительством).

2. Предложенный подход к оценке результатов деятельности Банка России представляется не вполне адекватным. В «Основных направлениях...» не был поставлен ряд актуальных задач монетарного регулирования, имеющих первостепенное значение с точки зрения обеспечения устойчивого экономического роста (снижение процентных ставок кредитного рынка за счет активизации операций по рефинансированию экономики и др.). Само стимулирование экономического роста даже не рассматривалось как цель денежно-кредитной политики. Подразумевалось, что основным вкладом монетарного регулирования в достижение высоких темпов роста производства должно стать снижение инфляции и поддержание стабильности обменного курса.

3. Опыт 2002 г. показал, что цели снижения инфляции и стимулирования экономического роста могут вступать в противоречие друг с другом. В этих условиях требование удержания инфляции в пределах заданных ориентиров может вести к торможению экономического роста. Это обуславливает необходимость более четкого разграничения сфер ответственности за снижение инфляции между Банком России (базовая инфляция) и расширенным правительством (изменение регулируемых тарифов) – во избежание необоснованного ужесточения денежной политики.

4. Одним из следствий однобокой ориентации денежно-кредитной политики на снижение инфляции и обеспечение стабильности обменного курса стало отсутствие позитивных сдвигов в повышении доступности кредита для обрабатывающих производств. На фоне резкого улучшения условий заимствований для сырьевого сектора (на внешних рынках капиталов) это способствовало закреплению сырьевой модели экономики.

5. Прямым следствием узости целей денежно-кредитной политики является ограниченность средств управления денежным предложением. Предлагаемые Банком России инструменты поддержания ликвидности банков и рефинансирования вложений в долговые обязательства предприятий реального сектора обладают низкой привлекательностью для участников рынка, что ограничивает возможности их использования. Это служит одной из причин сохраняющейся высокой зависимости денежного предложения от динамики валютных резервов и, соответственно, его уязвимости к изменениям внешнеэкономической конъюнктуры.

1. Цели и задачи денежно-кредитной политики в 2002 г. (в соответствии с “Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики”)

В соответствии с “Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 г.” в качестве основных целей и задач монетарного регулирования были поставлены следующие.

- 1) Снижение инфляции – до уровня 12-14% за год, как основная цель денежно-кредитной политики на 2002 г.
- 2) Сглаживание колебаний обменного курса при одновременном отказе от каких-либо жестких курсовых ориентиров (поддержание режима “управляемого плавания” курса).
- 3) Пополнение официальных золотовалютных резервов до уровня, гарантирующего платежеспособность по внешнему долгу, – при условии, что это не будет противоречить задаче сдерживания инфляции и поддержанию стабильности обменного курса.
- 4) Расширение денежного предложения в соответствии с динамикой спроса на деньги со стороны экономики. При этом Банк России отказался от таргетирования денежного предложения. Представленные в “Основных направлениях...” оценки роста денежного предложения (прирост денежной массы на 24-28%) имели оценочный характер.
- 5) Развитие инструментов Банка России по рефинансированию банков и операциям на открытом рынке с целью повышения гибкости регулирования денежного предложения.

В отличие от программных документов ряда предшествующих лет («Основные направления...» за 1999 и 2000 гг.) стимулирование экономического роста не было определено в качестве самостоятельной цели монетарного регулирования. Подразумевалось, что вклад денежно-кредитной политики в поддержание экономического роста должен состоять в уменьшении инфляции и обеспечении “экономически обоснованного” курса рубля (предотвращение его резкого ослабления / укрепления). В действительности, стимулирование экономического роста, как цель денежно-кредитной политики, требует решения гораздо более широкого спектра задач, включающего, в частности, следующие:

- снижения процентных ставок кредитного рынка за счет активизации операций Банка России на открытом рынке ценных бумаг и по рефинансированию банков;
- стимулирования развития рынков финансовых инструментов, обеспечивающих межотраслевой перелив капиталов, за счет перехода Банка России к операциям с этими инструментами;
- формирования нормативной и законодательной среды, обеспечивающей снижение рисков банковской системы и участников финансовых рынков.

Вследствие отсутствия постановки данных задач в 2002 году была фактически упущена возможность обеспечения более высоких темпов экономического роста в обрабатывающих секторах экономики.

2. Ключевые проблемы и альтернативные варианты денежно-кредитной политики в 2002 г.

Реализация целей и задач монетарной политики в 2002 г. происходила в условиях обострения следующих ключевых проблем в денежно-кредитной сфере.

Первая проблема: инфляционное давление, обусловленное быстрым ростом регулируемых тарифов на платные услуги населению.

Повышение тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства, транспорта и связи в среднем составило за 2002 г. 41%. Это обеспечивало прирост уровня потребительских цен только за счет немонетарных факторов на 4 проц. пункта за год.

В таких условиях, для того, чтобы вписаться в поставленные целевые ориентиры роста инфляции (12-14% за год), требовалось заметное ужесточение денежной политики. Годовой прирост денежной массы в этом случае должен был бы составить 26-27% (т.е. на 5-6 проц. пунктов ниже фактического значения за 2002 г.)

Такое ужесточение привело бы к снижению реальных остатков на счетах предприятий, с соответствующими негативными последствиями для экономического роста. Как показывают тенденции последних четырех лет, наблюдается устойчивая зависимость динамики экономического роста от расширения реальных остатков на счетах предприятий (см. график 1).

Вторая проблема: снижение чистого оттока валютных средств по капитальным операциям, обуславливающее усиление давления на обменный курс рубля.

На фоне сохраняющегося высокого активного сальдо баланса текущих операций (33 млрд. долл. против 35 млрд. долл. в 2001 г.) произошло существенное сокращение оттока средств по капитальным операциям государства и частного сектора – до 21 млрд. долл. с 27 млрд. долл. в 2001 г. (включая ошибки и пропуски платежного баланса). Это привело к усилению избытка предложения валюты на рынке.

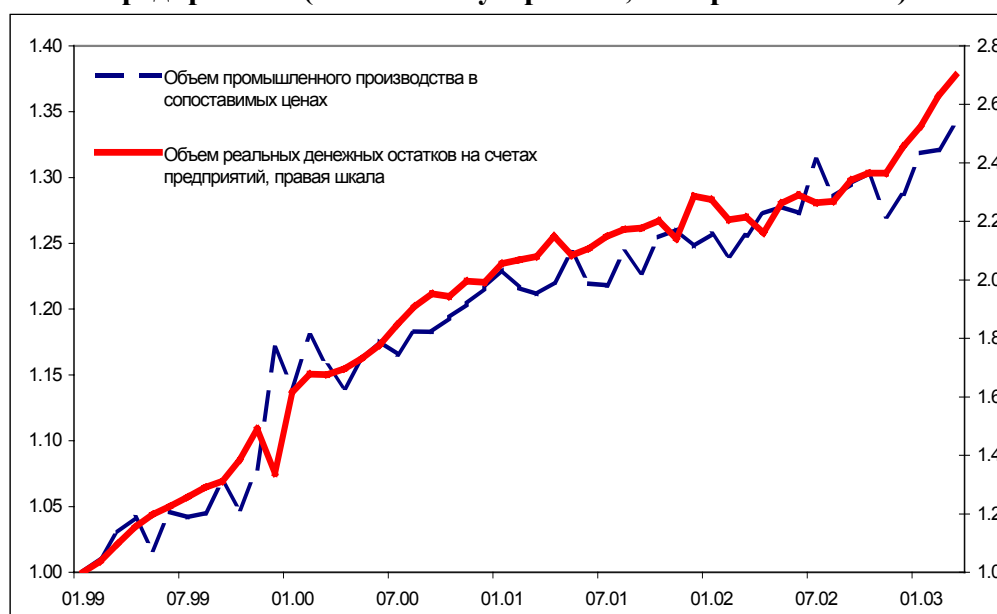
Соответственно, обострилась проблема выбора между укреплением рубля, ведущим к снижению ценовой конкурентоспособности российских товаропроизводителей, и масштабным расширением эмиссии, связанной с увеличением валютных резервов. Последнее, в свою очередь, могло стать источником усиления инфляции.

Третья проблема: сокращение профицита консолидированного бюджета, ограничивающее возможности регулирования денежного предложения за счет аккумуляции средств на счетах расширенного правительства в Банке России.

В отношении к объему ВВП профицит уменьшился почти втрое – с 2.9% ВВП в 2001 г. до 1.0% ВВП в 2002 г. Как следствие, для стерилизации избыточной рублевой ликвидности Банк России должен был активизировать отвлечение ресурсов банков на срочные депозиты и в другие платные обязательства Банка России.

Такое отвлечение ресурсов, в свою очередь, препятствовало снижению процентных ставок по кредитам, и, соответственно, способствовало замедлению динамики банковского кредитования экономики. Это ограничивало возможности мобилизации предприятиями финансовых ресурсов для модернизации производства.

График 1. Объем промышленного производства и реальные остатки на счетах предприятий (сезонность устранена, январь 1999 г. = 1)



Складывающиеся условия затрудняли одновременную реализацию целей снижения инфляции и поддержания экономического роста. В этих условиях монетарные власти объективно были поставлены перед выбором одного из трех вариантов развития.

1. Низкая инфляция при замедлении роста производства.

Удержание инфляции в рамках годовых ориентиров при этом варианте обеспечивается за счет уменьшения покупок валюты в официальные резервы. Следствием такой политики должно было стать усиление нехватки денег в хозяйственном обороте и ускорение роста реального курса рубля по отношению к доллару. По оценке, при реализации этого варианта темп прироста реального курса рубля к доллару должен был составить 9-10% за год (против 7.3% в 2001 г.). Сокращение реальных остатков на счетах предприятий составило бы за год до 4%. Совокупность этих факторов могла привести к существенному замедлению роста экономики.

Этот вариант не был реализован – несмотря на то, что снижение инфляции было объявлено главной целью денежно-кредитной политики в прошедшем году, а обеспечение экономического роста такой целью формально не являлось.

2. Умеренная инфляция при сохранении устойчивого роста преимущественно в сырьевом секторе экономики.

Поддержание роста обеспечивается за счет политики относительно слабого рубля и расширения денежного предложения в соответствии с инерционной динамикой спроса на деньги. Данный вариант подразумевает существенное расширение покупок валюты в официальные резервы по сравнению с предшествующим годом. С целью стерилизации избыточной эмиссии активизируется привлечение средств банков на срочные депозиты и прочие обязательства в Банке России. Негативным последствием этого становится замедление роста банковских кредитов экономике.

Именно этот вариант денежно-кредитной политики и был реализован Банком России в прошлом году. Рост реального курса рубля к доллару составил 6.2%. Реальные денежные остатки повысились на 7.4%. Темпы роста банковских кредитов экономике снизились до 17% в реальном выражении против 30% в предшествующем году. Средняя ставка по рублевым кредитам составила 16% годовых, что сделало заимствования на внутреннем рынке недоступным для значительной части предприятий реального сектора – прежде всего, в обрабатывающем секторе (см. график 2). Это обуславливало усиление позиций сырьевых отраслей при одновременном ослаблении роста в обрабатывающей промышленности.

3. Умеренная инфляция при сохранении устойчивого роста во всех секторах экономики.

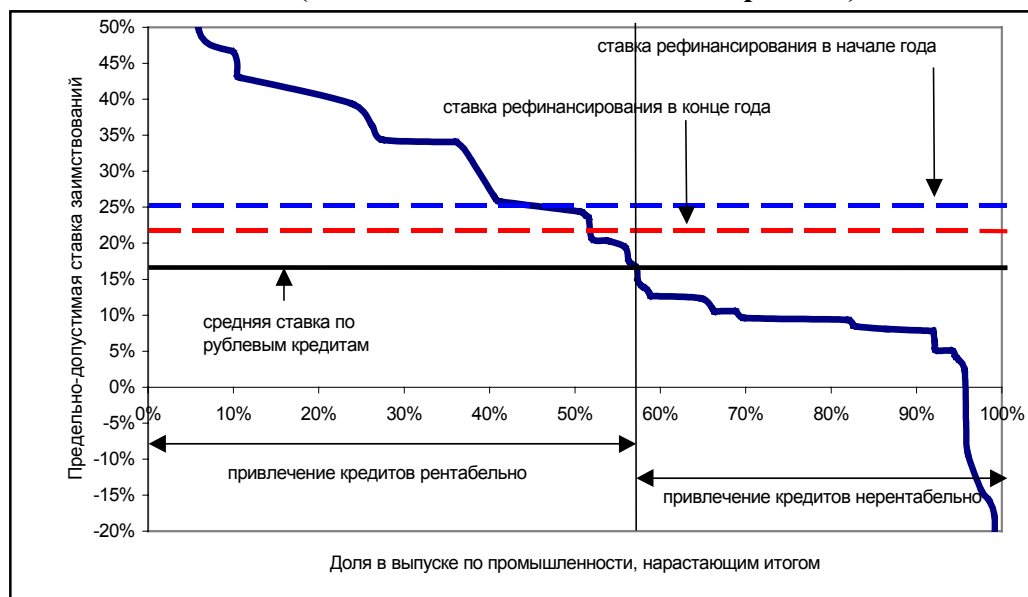
Основными факторами поддержания экономического роста при этом варианте становятся расширение денежного предложения в соответствии с растущим спросом на деньги и активизация банковского кредитования. Такое развитие может быть обеспечено за счет диверсификации источников эмиссии: снижения покупок валюты в официальные резервы при одновременном расширении операций Банка России по рефинансированию экономики.

Рост рефинансирования экономики обусловит снижение процентных ставок по кредитам. Желательным является выход средних ставок на уровень 10-12% годовых, при котором привлечение заимствований станет доступным для значительной части обрабатывающих производств (см. график 2). При этом расширение доступа к кредиту позволит компенсировать негативное воздействие на производство укрепления реального курса рубля к доллару (последнее оценивается на уровне 10-11% за год).

Умеренная динамика цен (около 15% за год) в рамках этого варианта могла быть достигнута за счет замедления скорости обращения денег. Последнее, в свою очередь, стимулировалось укреплением рубля.

Для реализации последнего варианта денежно-кредитной политики, представляющегося наиболее предпочтительным, требовалось радикальное изменение в монетарном регулировании. Речь идет, прежде всего, о существенном снижении ставки рефинансирования (до 11-12% годовых на конец года против фактических 21% годовых) и запуске работоспособных схем рефинансирования. Такие изменения соответствовали бы поставленной в «Основных направлениях...» задаче превращения рефинансирования банков в значимый источник формирования денежного предложения.

График 2. Предельно допустимая ставка заимствований¹ в промышленности в 2002 г. (на основании данных по 52 отраслям)



¹ норма прибыли на чистый (за вычетом дебиторской задолженности) оборотный капитал в отраслях промышленности, в годовом выражении

3. Неэффективные механизмы рефинансирования экономики – “узкое место” денежно-кредитной политики

В настоящее время Банк России может проводить два типа операций по рефинансированию банков:

- операции по поддержанию краткосрочной ликвидности банков (внутридневные кредиты, кредиты “овернайт”, ломбардные кредиты, операции прямого РЕПО);
- операции по рефинансированию вложений банков в обязательства реального сектора экономики (кредиты под залог векселей и прав требований по кредитным договорам, операции по переучету векселей).

До сих пор рефинансирование банков развивалось преимущественно в направлении поддержания текущей ликвидности банков. В 2002 г. объем выданных внутридневных кредитов и кредитов “овернайт” вырос по сравнению с 2001 г. в 1.6 раза. Однако несмотря на это, масштабы таких операций оставались все еще незначительными: среднемесячная сумма кредитов “овернайт” в 2002 г. не превышала 2.5% от объема абсолютно ликвидных рублевых средств банков.

Еще более ограниченными были операции по рефинансированию вложений банков в обязательства реального сектора. Так, сумма кредитов Банка России, выданных за весь год под залог векселей и прав требований, составила всего 0.1 млрд. руб. При таких масштабах нельзя говорить о сколько-либо заметном влиянии этих операций ни на уровень денежного предложения, ни на интенсивность банковского кредитования экономики.

Столь низкая активность обуславливается рядом особенностей действующих схем рефинансирования под залог векселей и прав требований, делающих его малопривлекательным для потенциальных заемщиков.

Во-первых, сроки предоставления кредитов Банка России ограничены 180 днями, а срочность векселей, принимаемых в залог, – 6 месяцами (Положение Банка России №122-П от 3.10.2000). В связи с особенностями процедуры предоставления таких кредитов их реальный срок не может превышать 5 месяцев.

Во-вторых, установлены избыточно высокие требования к принимаемому в залог имуществу. Исходя из Указания Банка России № 824-У от 3.10.2000, сумма залога должна более, чем в 3 раза превосходить объем предоставляемого кредита.

В-третьих, для получения кредита Банка России под залог векселей или прав требований банку-заемщику необходимо поручительство другого банка. Это требование значительно снижает доступность получения кредита Банка России и увеличивает его цену (необходима уплата премии за риск банку-поручителю).

В-четвертых, ставка такого кредитования фиксирована – отсутствует механизм ее регулирования, хотя бы через привязку к ставке рефинансирования. В 2002 г. в условиях уменьшения ставок по рублевым кредитам это означало снижение привлекательности данного инструмента рефинансирования для банков.

Другой механизм рефинансирования вложений банков в обязательства реального сектора – проведение переучетных операций, в настоящий момент не задействован. Согласно Положению Банка России №65-П от 30.12.1998, операции по переучету могут быть совершены только с векселями организаций-экспортеров, входящих в закрытый список.

В настоящий момент внешнеэкономическая конъюнктура такова, что предприятия экспорто-ориентированного сектора испытывают наименьшую потребность пополнения своих оборотных средств с использованием такого рода схем. В текущих условиях эти предприятия являются высоконадежными заемщиками и не встречают больших затруднений с получением кредитов от банков. Банки со своей стороны обладают адекватной ресурсной базой для предоставления краткосрочных кредитов.

Активизация инструментов рефинансирования банков требует внесения следующих изменений в существующие схемы.

Для стимулирования кредитования под залог векселей нефинансовых предприятий необходимо:

- увеличить максимальные сроки выдаваемых кредитов и разрешить принятие в залог векселей более высокой срочности, по крайней мере до одного года;
- смягчить требования по обеспеченности кредита залогом;
- отменить требование поручительства;
- предусмотреть более гибкий механизм регулирования процентных ставок по данному виду кредитования.

Для расширения операций по переучету векселей целесообразно распространить возможность проведения таких операций на долговые обязательства промышленных, строительных и транспортных предприятий (а не только организаций-экспортеров, как в настоящее время). Для обеспечения возвратности средств необходимо распространить на эти операции требование обязательного страхования первоклассными страховщиками рисков учетных банков по финансированию сделок, под которые выпускаются векселя предприятий.

Приложение

Таблица 1. Основные позиции платежного баланса РФ в 2000-2003 гг., млрд. долл.

	2000	2001	2002	первый квартал 2003
Счет текущих операций	46.8	35.0	32.8	12.4
Торговый баланс	60.2	48.1	46.3	15.1
Баланс услуг	-6.7	-8.4	-9.1	-2.0
Баланс инвестиционных доходов органов государственного управления	-6.5	-5.0	-3.7	-0.4
Баланс прочих текущих операций негосударственного сектора	-0.2	0.3	-0.7	-0.3
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-30.8	-26.7	-21.4	-4.8
Сальдо по операциям сектора государственного управления ¹	-5.3	-12.7	-8.8	-3.8
Сальдо прочих операций с капиталом и финансовыми инструментами (чистый отток капитала из негосударственного сектора)	-25.5	-14.0	-12.6	-1.0
- прирост активов	-28.8	-22.1	-27.0	-5.9
- прирост обязательств	3.3	8.0	14.3	4.9
Изменение валютных резервов (увеличение "-", уменьшение "+")³	-16.0	-8.2	-11.4	-7.6

¹ без учета операций по списанию задолженности.

Таблица 2. Динамика основных монетарных показателей в 2000-2003 гг.

	2000	2001	2002	первый квартал 2003
остатки на конец периода, млрд. руб.				
Денежная база в широком определении	721.6	928.3	1232.6	1284.5
Денежная масса (агрегат М2)	1144.3	1602.6	2119.6	2208.5
в том числе:				
- наличные деньги в обращении (М0)	419.3	584.3	763.3	749.5
- вклады населения	304.9	446.4	649.0	728.3
- счета нефинансовых предприятий	420.1	571.9	707.3	730.7
Денежный мультипликатор¹, %	1.586	1.726	1.720	1.719
темпы прироста за период, в номинальном выражении, %				
Денежная база в широком определении	69.5	28.6	32.8	4.2
Денежная масса (агрегат М2)	62.4	40.1	32.3	4.2
в том числе:				
- наличные деньги в обращении (М0)	57.3	39.4	30.6	-1.8
- вклады населения	50.0	46.4	45.4	12.2
- счета нефинансовых предприятий	78.8	36.1	23.7	3.3
темпы прироста за период, в реальном выражении², %				
Денежная база в широком определении	41.1	8.5	15.4	-0.9
Денежная масса (агрегат М2)	35.2	18.1	14.9	-0.9
в том числе:				
- наличные деньги в обращении (М0)	31.0	17.5	13.5	-6.6
- вклады населения	24.9	23.5	26.3	6.7
- счета нефинансовых предприятий	48.8	14.8	7.4	-1.8

¹ отношение денежной массы (М2) к денежной базе в широком определении.

² в качестве дефлятора использовался индекс потребительских цен.

Таблица 3. Объем и факторы эмиссии (прироста денежной базы в широком определении) в 2000-2003 гг., млрд. руб.

	2000	2001	2002	первый квартал 2003
Эмиссия всего	296	207	304	52
В том числе за счет:				
- изменения чистых международных резервов органов денежно-кредитного регулирования	550	316	451	252
- изменения денежных остатков на счетах органов государственного управления в ЦБ РФ	-165	-54	-63	-174
- прочих факторов ¹	-90	-55	-83	-25

¹ изменение требований ЦБ РФ к органам государственного управления, кредитным организациям, предприятиям, прочее

Таблица 4. Объем и структура денежной базы в широком определении в 2000-2003 гг., на конец периода

	2000	2001	2002	первый квартал 2003
остатки на конец периода, млрд. руб.				
Денежная база в широком определении всего	721.6	928.3	1232.6	1284.5
в том числе:				
- наличные деньги в обращении и в кассах кредитных организаций	446.5	623.5	813.9	798.1
- остатки на корреспондентских счетах кредитных организаций в ЦБ РФ	130.1	144.5	169.7	137.6
- обязательные резервы кредитных организаций в ЦБ РФ	124.3	156.6	201.1	219.0
- срочные обязательства ЦБ РФ перед кредитными организациями (депозиты, обязательства обратного модифицированного РЕПО)	20.7	3.7	47.9	129.8
<i>Справочно:</i>				
<i>Ликвидные активы кредитных организаций¹</i>	<i>178.0</i>	<i>187.4</i>	<i>268.2</i>	<i>316.0</i>
доля в денежной базе, %				
Денежная база в широком определении всего	100.0	100.0	100.0	100.0
в том числе:				
- наличные деньги в обращении и в кассах кредитных организаций	61.9	67.2	66.0	62.1
- остатки на корреспондентских счетах кредитных организаций в ЦБ РФ	18.0	15.6	13.8	10.7
- обязательные резервы кредитных организаций в ЦБ РФ	17.2	16.9	16.3	17.0
- срочные обязательства ЦБ РФ перед кредитными организациями (депозиты, обязательства обратного модифицированного РЕПО)	2.9	0.4	3.9	10.1
<i>Справочно:</i>				
<i>Ликвидные активы кредитных организаций¹</i>	<i>24.7</i>	<i>20.2</i>	<i>21.8</i>	<i>24.6</i>
<i>Коэффициент стерилизации ликвидных активов кредитных организаций (срочные обязательства ЦБ РФ перед кредитными организациями / ликвидные активы)</i>	<i>11.6</i>	<i>2.0</i>	<i>17.9</i>	<i>41.1</i>

¹ наличные средства в кассах, остатки на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ, обязательства ЦБ РФ по операциям обратного модифицированного РЕПО.