



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

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

**О проекте «Основных направлений единой
государственной денежно-кредитной политики
на 2009 год и период 2010 и 2011 годов»**

Представленный проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов» (далее – «Основных направлений») содержит следующие основные положения.

Первое. Основной и единственной целью денежно-кредитной политики на трехлетнюю перспективу является снижение инфляции. В отличие от документов предшествующих лет обеспечение устойчивости национальной валюты более не рассматривается в качестве одной из значимых задач денежно-кредитной политики.

Применительно к цели снижения инфляции определяются целевой количественный ориентир: 7-8,5% в 2009 г. и 5-6,8% к 2011 г.

Каких либо целевых или прогнозных ориентиров по годовой динамике реального обменного курса рубля в данном проекте «Основных направлений» не задается (в отличие от документов предшествующих лет).

Второе. К концу прогнозного периода (2011 г.) Банк России планирует, в основном, завершить переход к политике инфляционного таргетирования. Последнее включает в себя следующие элементы.

1. Постепенный переход от режима управляемого плавления валютного курса рубля к режиму его свободного плавления.

Такой переход будет осуществляться путем расширения «коридора» внутригодовых колебаний курса рубля (по отношению к бивалютной корзине, включающей доллар и евро), а также путем постепенного уменьшения объемов операций Банка России на валютном рынке.

Предполагается, что свертывание интервенций, осуществляемых Банком России в поддержку устойчивости обменного курса рубля, повысят независимость динамики денежного предложения от скачков внешнеэкономической конъюнктуры.

2. Превращение устанавливаемых Банком России процентных ставок в основной инструмент денежно-кредитной политики, а рефинансирования коммерческих банков – в ключевой источник регулирования денежного предложения.

Предполагается существенное расширение объемов рефинансирования коммерческих банков со стороны Банка России, постепенно замещающее, в качестве источника расширения денежного предложения, интервенции Банка России на валютном рынке.

Превращение ставок по кредитам и депозитам Банка России в работающий инструмент денежно-кредитной политики будет обеспечиваться за счет постепенного сужения диапазона между ставками по привлечению и размещению ресурсов Банком России. Сужение этого диапазона должно ограничить колебания ставок денежного рынка (рынка МБК). В результате последние, в конечном счете, должны стать подконтрольными управляющему воздействию со стороны Банка России.

3. Развитие внутреннего финансового рынка (денежного рынка и рынка ценных бумаг), российской банковской системы, обеспечивающее эффективный перенос воздействия со стороны регулируемых Банком России ставок денежного рынка на динамику банковского кредита и денежной массы. Тем самым должен сформироваться эффективный канал воздействия процентной политики Банка России на монетарную компоненту инфляции.

Меры по реализации этой задачи сформулированы Банком России в весьма общей форме. В Приложениях к «Основным направлениям» приведены некоторые рекомендации по совершенствованию финансовых рынков, однако они имеют достаточно поверхностный, «косметический» характер. В числе таких мер, в частности, называются внедрение сервиса управления обеспечением по операциям РЕПО, развитие системы индикаторов процентных ставок денежных рынков и др. (см. стр. 30).

4. Повышение открытости и прозрачности политики Банка России, способствующее повышению общественного доверия к денежно-кредитной политике и, как следствие, снижению инфляционных ожиданий.

Конкретные способы решения этой задачи в документе не называются.

Третье. Банк России рассматривает четыре варианта условий проведения денежно-кредитной политики, зависящих от внешнеэкономической конъюнктуры. Исходя из построенных оценок внешнеэкономических параметров, Банк России прогнозирует потребность в операциях по рефинансированию (кредитованию) банков. При этом утверждается, что даже в случае реализации наиболее

неблагоприятного для российской экономики сценария имеющихся у монетарных властей инструментов рефинансирования будет достаточно для удовлетворения потребностей банков в ликвидности, а экономики – в денежных средствах.

Внешнеэкономическая конъюнктура в рамках рассматриваемых вариантов (сценариев) развития различается, прежде всего, по таким параметрам, как уровень мировых цен на нефть и другие энергоносители. Исходя из этих параметров выделяются четыре следующих варианта среднегодовой цены на нефть марки Urals (долл./барр.):

	2008	2009	2010	2011
Первый вариант	112	66	60	60
Второй вариант	112	90	78	75
Третий вариант	112	95	90	88
Четвертый вариант	112	115	130	122

Последние три варианта совпадают с вариантами среднесрочного прогноза социально-экономического развития, рассматриваемого Правительством Российской Федерации.

Платежный баланс. Исходя из предполагаемых цен на нефть и прогнозируемого интенсивного роста объема импорта, Банк России предсказывает существенное снижение сальдо счета текущих операций в прогнозируемом периоде.

В соответствии с первыми тремя вариантами, к 2011 г., это сальдо примет отрицательное значение. При этом в рамках варианта с наименее благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой (первый) сальдо примет отрицательное значение уже в 2009 г., а в 2011 г. достигнет -114 млрд. долл.

В наиболее благоприятном варианте (четвертом) сальдо счета текущих операций хотя и останется положительным, но снизится до 29 млрд. долл. - по сравнению со 125 млрд. долл., ожидаемыми в 2008 г.

Относительно счета по капитальным операциям, то его динамика Банком России для всех вариантов предполагается одинаковой. Банк России исходит из последовательного увеличения положительного сальдо по капитальным операциям с 32 млрд. долларов, ожидаемых в 2008 г. до 64 млрд. долл. в 2011 г.

Исходя из прогнозируемой динамики сальдо по текущим и капитальным операциям, Банк России приходит к выводу о неизбежности снижения покупок валюты в официальные резервы в рамках всех рассмотренных вариантов.

В рамках первых двух (наименее благоприятных) вариантах предполагается, что к 2011 г. Банк России перейдет от прироста золотовалютных резервов (ЗВР) к их сокращению с целью поддержания стабильности обменного курса рубля. Причем в рамках первого сценария снижение ЗВР начнется уже с 2010 г.

Обменный курс рубля. Банк России не дает конкретных ориентиров динамики обменного курса рубля, но заявляет, что в случае второго и третьего вариантов вследствие перехода к отрицательному сальдо по текущим операциям «темпы роста реального курса рубля будут иметь тенденцию к снижению» (стр. 25).

Спрос на деньги (денежную массу M2). Исходя из целевых ориентиров по инфляции и ожидаемой динамики производства, Банк России прогнозирует прирост спроса на деньги в 2009 г. на уровне 19-28%, в 2010 г. – 16-25%, в 2011 г. – 14-22%. Верхняя граница диапазона, очевидно, соответствует варианту с наиболее высоким уровнем цен на нефть, нижняя – с наиболее низким.

Таким образом, при любых вариантах Банк России ожидает достаточно резкое снижение динамики денежной массы (M2). Для сравнения: в 2006 г. темп ее прироста составлял 49%, в 2007 г. - 48%, в 2008 г. ожидается на уровне 34% (оценка ЦМАКП, оценка Банка России – 32%).

Денежное предложение (денежная база). Банк России считает, что для обеспечения спроса экономики на деньги и поддержания ликвидности банковской системы будет достаточно обеспечить расширение денежного предложения (денежной базы в широком определении) на 13-22% в 2009 г., на 9-17% в 2010 г. и на 7-14% в 2011 г.

Для того, чтобы обеспечить расширение денежного предложения с таким темпом потребуется существенно увеличить эмиссию за счет увеличения чистых внутренних активов органов денежно-кредитного регулирования. Прежде всего, за счет увеличения валового кредита банкам со стороны Банка России.

Это связано с сокращением объема эмиссии, осуществляемой за счет увеличения золотовалютных резервов. В наиболее благоприятном варианте развития (первый) к концу 2011г. накопленный валовой кредит Банка России коммерческим банкам должен увеличиться до 6.3 трлн. рублей. В наиболее благоприятном варианте эта величина должна составлять 1.6 трлн. рублей.

Банк России прогнозирует, что при любом из рассматриваемых вариантов динамика денежной базы, обусловленная покупкой Банком России валюты на рынке и накоплением денежных средств на счетах бюджета, в целом будет соответствовать

потребности экономики в увеличении денежного предложения (исходя из прогнозируемого спроса на денежную массу).

* * *

Разработанный Банком России проект «Основных направлений» в целом адекватно отражает возможный диапазон внешнеэкономических условий, в рамках которого будет осуществляться денежно-кредитная политика в предстоящие три года. Нельзя не согласиться с рядом важных выводов, сделанных авторами документа. В частности, речь идет о таких выводах, как возрастание роли рефинансирования банков в формировании денежного предложения и вероятном прекращении процесса укрепления рубля в среднесрочной перспективе.

Однако, к сожалению, представленный проект не лишен недостатков и спорных моментов.

Первое. Вывод о возможности перехода к режиму инфляционного таргетирования уже в трехлетнем периоде представляется недостаточно проработанным.

Во-первых, необходимым условием перехода к данному режиму является существенное снижение немонетарных факторов инфляции – в первую очередь, интенсивного роста регулируемых цен и тарифов. При высокой значимости данных факторов попытки ограничивать рост инфляции только методами денежно-кредитной политики могут оказаться неэффективными. Однако вплоть до 2011 г. ожидается высокая интенсивность роста регулируемых цен и тарифов (на электроэнергию для населения – около 25% в год, на газ для населения – около 40% в год).

Во-вторых, для перехода к режиму инфляционного таргетирования потребуется достижение относительной сбалансированности валютного рынка, создающая возможность отказа от проведения систематических интервенций денежно-кредитных властей на валютном рынке.

Однако в рамках представленных прогнозов платежного баланса такая сбалансированность достигается к 2011 г. только в одном варианте – третьем.

В-третьих, переход к управлению денежным предложением через процентную политику монетарных властей требует формирования развитого рынка межбанковского кредита. Последний должен выполнять роль «приводного ремня», передающего управляющее воздействие от Банка России к конечным заемщикам. Однако, если не считать предложение развить систему индикаторов процентных ставок данного рынка в проекте отсутствуют какие-либо указания предполагаемые способы решения данной задачи.

Второе. Банк России проигнорировал проблему сохранения устойчивости национального финансового сектора в условиях интенсивного роста корпоративного внешнего долга и возможного в среднесрочной перспективе перехода от укрепления к ослаблению рубля.

Банк России де-факто исходит из гипотезы о продолжении в течение ближайших трех лет интенсивного роста корпоративного внешнего долга. Такой вывод вытекает из представленного в проекте прогноза платежного баланса.

В соответствии с последним предполагается утроение чистого притока капитала в частный сектор в период с 2008 по 2011 г. – до 64 млрд. долл. в год (см. выше). При сохранении складывающейся на протяжении последних шести лет, достаточно устойчивой, структуры капитальных потоков большая часть этого притока придется на чистый приток заемных средств.

Для того, чтобы добиться существенного изменения структуры притока капитала, необходим комплекс целенаправленных мер по стимулированию консервативных вложений и, в частности, прямых инвестиций. Однако эта тема осталась за рамками рассматриваемого проекта «Основных направлений».

Следует отметить, что наблюдаемое в последние годы интенсивное укрепление рубля повышает риски последующего шокового ослабления рубля в среднесрочной перспективе. На это в мягкой форме указывает и сам Банк России, говоря об изменении к концу прогнозного периода фундаментальных внешнеэкономических условий, формирующих обменный курс рубля.

С учетом быстрого увеличения внешней задолженности российских банков вероятное будущее ослабление рубля, несомненно, будет представлять опасность для устойчивости российской банковской системы.

Как показывает динамика последних пяти лет, ограничение открытой валютной позиции кредитных организаций не защищает банки от системных рисков. Так, в условиях роста собственной валютной задолженности банки поддерживают относительно сбалансированность своих валютных активов и валютных пассивов, за счет размещения валютных кредитов предприятиям и домашним хозяйствам. Тем самым валютные риски фактически перекадываются на нефинансовый сектор экономики. Однако, как показал опыт 1998 г., в условиях резкого снижения курса рубля значительная часть заемщиков банков может оказаться не в состоянии погасить

ранее привлеченные от банков валютные кредиты¹. Таким образом, защита банковского сектора от валютных рисков путем перераспределения этих рисков на внутренних заемщиков может привести к одновременному росту кредитных рисков банков. Последнее, в случае неблагоприятной ситуации, способно стать причиной существенных финансовых потерь банковского сектора.

Снятие данных рисков требует, как минимум, сохранения «мягких» ограничений на предельный годовой темп укрепления рубля, фиксировавшихся в «Основных направлениях» предшествующих лет (в форме оценки желательных пределов укрепления). Более жесткое сдерживание укрепления рубля в ближайшие годы, во-первых, позволит дестимулировать рост внешнего корпоративного долга, во-вторых, смягчит последующую возможную корректировку обменного курса в сторону его понижения.

Если ставить вопрос более широко, то необходимо форсирование предложения долгосрочных финансовых ресурсов на внутреннем рынке. Это создаст фундаментальные условия для уменьшения потребности банков в привлечении «длинных» заемных средств с внешних рынков. Такое форсирование должно предполагать более широкое использование пенсионных накоплений, а также, возможно, средств Фонда национального благосостояния для формирования ресурсной базы российских банков.

Третье. Банк России дает явно заниженные оценки спроса на деньги со стороны экономики и банковского сектора. Это ведет к существенной недооценке потребности в рефинансировании.

Следует отметить, что на протяжении последних лет в рамках «Основных направлений» Банк России систематически недооценивает потенциал спроса экономики на деньги (см. табл. 1).

Покомпонентная оценка спроса на деньги, сделанная на основе тех же макроэкономических сценариев, которые рассматриваются в «Основных направлениях» показывает, что и на этот раз Банк России, скорее всего, существенно занижает оценку спроса на деньги (денежную массу M2, см. табл. 2).

¹ Так, например, во втором полугодии 1998 г. доля просроченной задолженности в банковских кредитах предприятиям увеличилась с 7 до 14%.

Таблица 1. Сопоставление фактической и прогнозируемой Банком России динамики денежной массы М2 в 2004-2007 гг. (темпы прироста, %)

	среднее 2004-2007	2004	2005	2006	2007
Фактическая динамика	42.7	35.8	38.6	48.8	47.5
Прогноз Банка России ("Основные направления")	28-33.8	19.0-25.0	20.0-32.0	36.0-39.0	37.0-39.0
Ошибка прогноза	9.4-14.2	10.8-16.8	6.6-18.6	9.8-12.8	8.5-10.5

Таблица 2. Динамика денежной массы М2 и ее основных компонент в 2006-2011 гг. (темпы прироста, %)¹

	2006	2007	2008 оценка		2009 прогноз		2010 прогноз		2011 прогноз	
			Банк России	ЦМАКП	Банк России	ЦМАКП	Банк России	ЦМАКП	Банк России	ЦМАКП
Денежная масса (М2)	48.8	47.5	32.0	34.1	23.5	28.4	20.5	23.9	18.0	20.4
в том числе:										
наличные деньги М0 ²	38.6	32.9	23.4	24.1	20.9	22.2	15.6	19.1	13.0	15.9
безналичные средства	53.9	54.1	35.3	38.0	24.4	30.6	22.2	25.5	19.6	21.8

¹ 2008-2011 гг. – усредненный показатель для прогнозов по различным вариантам.

² Прогноз Банка России – приведенный в таблице темп прироста соответствует прогнозу динамики показателя наличных денег в обращении (источник - таблица «Прогноз показателей денежной программы» из проекта «Основных направлений»)

В рассматриваемом проекте «Основных направлений» также существенно недооценивается потребность банков в абсолютно ликвидных рублевых активах² для бесперебойного обслуживания оборота денежных средств.

Предполагается, что объем данных активов за 2008-2011 гг. сократится в среднем по различным сценариям на 37%. Отношение абсолютно ликвидных рублевых активов к обязательствам банков по счетам и депозитам, отражающее средний уровень ликвидности в банковской системе, снизится вчетверо - с 12% до 3%. Очевидно, что такой уровень ликвидности банковской системы критически недостаточен для обеспечения ее устойчивости. Для сравнения: в период кризиса августа-сентября 1998 г. отношение абсолютно ликвидных рублевых активов к обязательствам банков по счетам и депозитам составляло 7-9%.

С учетом отмеченных двух обстоятельств потребность в дополнительных, по отношению к прогнозируемым Банком России, источниках денежного предложения (рефинансирование) для покрытия спроса экономики на деньги и поддержания

² остатки на корреспондентских счетах и депозитах кредитных организаций в Банке России, прочие срочные обязательства Банка России перед кредитными организациями

приемлемого уровня ликвидности банковской системы оценивается до 1.1 трлн. руб. к 2010 г. (среднее по различным сценариям). Полученная оценка предполагает поддержание отношения абсолютно ликвидных рублевых активов к обязательствам банков по счетам и депозитам на уровне не менее 7%.

Следует отметить, что предоставление рефинансирования в таком объеме может представлять проблему для Банка России. Так, в рамках первого варианта развития экономики, с учетом данной корректировки, накопленный объем валового кредита Банка России коммерческим банкам к концу 2011 г. должен будет составить 7.4 трлн. руб. Так, существующая в настоящее время база активов, под залог которых могут предоставляться кредиты Банка России (с учетом качественных нерыночных активов – кредитов и векселей) оценивается в 3 трлн. руб. Представляется проблематичным требуемый рост объема этой базы за 3 года в 2.5 раза.

Эти соображения позволяют предположить, что для адекватного обеспечения спроса экономики на деньги и поддержания приемлемого уровня ликвидности банковской системы потребуется задействовать другие источники расширения денежного предложения. В частности, речь может идти о переходе к менее консервативной стратегии размещения средств Фонда национального благосостояния, подразумевающей возможность вложения части средств в высоконадежные финансовые инструменты на внутреннем рынке.

Четвертое. Как следует из текста «Основных направлений», антиинфляционная политика Банка России на период до 2011 г. предполагает опору на дальнейшее повышение ставок по инструментам Банка России, а также, возможно, ужесточение нормативов обязательного резервирования средств кредитных организаций. Такая политика может оказать негативное воздействие на устойчивость российских банков, в то время как ее антиинфляционный эффект может быть достаточно ограничен.

Так, повышение Банком России ставок по инструментам абсорбирования ликвидности (депозиты в Банке России, ОБР), может стимулировать дополнительный приток капитала³.

В случае, если в течение ближайших трех лет режим управляемого плавания рубля будет сохраняться, это будет вести к дополнительному росту денежного предложения. Последнее будет нивелировать антиинфляционный эффект данной меры.

³ Повышение ставок по инструментам размещения средств (рефинансирование) с неизбежностью должно сопровождаться повышением ставок по инструментам абсорбирования ликвидности, если Банк России будет придерживаться заявленной в «Основных направлениях» позиции о необходимости сужения «коридора» между ставками ЦБ РФ по привлекаемому и размещаемому на рынке ресурсам. Отказ от данной позиции, в свою очередь, будет означать отказ от перехода Банка России к управлению ставками денежного (межбанковского) рынка, и соответственно, от перехода к инфляционному таргетированию.

В случае, если будет форсирован переход к режиму свободного плавания рубля (например, в форме многократного расширения коридора колебаний курса), реализация такой политики дорогих ставок приведет к существенному укреплению национальной валюты в краткосрочной перспективе. Последнее будет стимулировать дополнительное ускорения роста импорта и более быстрый переход к отрицательному сальдо по текущим операциям платежного баланса. Это, в свою очередь повысит риски последующего шокового ослабления национальной валюты.

Агрессивное повышение нормативов обязательного резервирования средств в условиях нестабильности на внешних рынках (в краткосрочном периоде) и возможном возникновении «структурного» дефицита ликвидности (в среднесрочном периоде) также чревато усилением системных рисков банков.

Представляется целесообразной фокусировка направлений антиинфляционной политики на других мерах, которые помимо собственно антиинфляционного эффекта будут способствовать стабилизации среднесрочных системных рисков в банковском секторе. Речь идет о использовании широкого спектра инструментов по стимулированию сбережений населения и одновременно – ограничению динамики потребительских кредитов (как наиболее «инфлятогенного» вида кредитов с сравнительно более высоким уровнем кредитных рисков). В число таких мер могли бы войти:

- ужесточение требований Банка России к резервам, создаваемым банками под потери по потребительским кредитам;
- повышение максимальной страхуемой суммы по вкладам физических лиц;
- развитие специальных накопительных банковских инструментов (ссудно-сберегательные счета), позволяющих физическим лицам аккумулировать средства для покупки жилья и легковых автомобилей (с более высокой, нежели по обычным счетам, величиной максимальной страхуемой суммы);
- введение системы страхования на рынке коллективных инвестиций, возможно на основе соглашений между УК-участниками рынка.

Эксперты
Центра макроэкономического анализа и краткосрочного
прогнозирования

А. Пестова,
Т. Шатковская,
О. Солнцев