



**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 2007 год»

1. Важнейшие положения проекта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 г.»

Представленный Банком России проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 г.» (далее – «Основных направлений») в значительной мере повторяет важнейшие положения аналогичных документов, принимавшихся в 2003, 2004 и 2005 годах. Речь идет о следующих положениях.

1. Основными целями денежно-кредитной политики являются снижение инфляции и обеспечение устойчивости национальной валюты.

2. Целевой количественный ориентир определяется исключительно применительно к цели снижения инфляции. Он фиксируется не только на предстоящий год, но и на среднесрочную перспективу: 2007 г. – 6.5-8%, к 2009 г. – 4-5.5% из расчета декабрь к декабрю. При этом отдельно называется ориентир по базовой инфляции – показателю, наиболее адекватно отражающему влияние денежно-кредитной политики на динамику цен, за счет элиминирования воздействия немонетарных факторов: 5.5-7% в 2007 г.

3. Под обеспечением устойчивости национальной валюты понимается «предотвращение резких колебаний валютного курса, не обусловленных действием фундаментальных экономических факторов» (с. 20). При этом Банк России не принимает на себя каких-либо количественно определенных обязательств по ограничению таких колебаний номинального и реального курсов.

Указываемый в «Основных направлениях» интервал вероятного повышения реального курса рубля в 2007 г. не является целевым ориентиром денежно-кредитной политики, а выступает исключительно в качестве прогнозной оценки. При этом по сравнению с «Основными направлениями», принимавшимися в предшествующие годы, интервал этой оценки несколько расширен – до 0-10% за год («Основные направления» на 2005 г. – 0-8%, на 2006 г. – 0-9%).

Курсовая политика имеет подчиненный характер по отношению к цели снижения инфляции – предполагается использовать укрепление рубля в качестве средства для достижения этой цели (с.3, с.20). В то же время, не обозначая конкретных пределов, Банк России заявляет о намерении избегать «чрезмерного» повышения курса рубля, способного нанести ущерб конкурентоспособности экономики.

4. В среднесрочной перспективе Банк России намерен перейти к режиму антиинфляционного таргетирования, подразумевающего:

- отказ от двойственности целей денежно-кредитной политики – снижения инфляции и обеспечения стабильности валютного курса – в пользу первого;
- переход от режима управляемого плавления валютного курса рубля к режиму свободного плавления;
- переход от управления денежным предложением преимущественно через операции Банка России на валютном рынке к управлению через регулирование процентных ставок и операции Банка России на денежном рынке (кредитно-депозитные операции и проч.).

Конкретные сроки перехода к такому режиму не обозначаются, но в следующем году предполагается «создать условия» для него.

5. Банк России дает прогнозную оценку прироста денежной массы на следующий год (19-28%), но подчеркивает, что данный параметр не является целевым ориентиром денежно-кредитной политики.

В конечном счете динамика денежной массы должна быть такой, чтобы решение задачи выхода на целевой ориентир по инфляции. С учетом этого, в зависимости от изменения условий проведения денежно-кредитной политики, допускается существенное отклонение фактического роста денежной массы от представленного прогноза.

6. Ключевым фактором, определяющим условия проведения денежно-кредитной политики в следующем году, будет оставаться конъюнктура мировых рынков энергоносителей. Исходя из этого в «Основных направлениях» рассматриваются три возможных варианта развития экономики в 2007 г., исходные условия которых различаются, прежде всего различным уровнем мировых цен на нефть и другие энергоносители (Urals: 45, 61 и 75 долл. за баррель соответственно). В основе данных вариантов лежат разработанные Правительством «Основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2007 г. и на период до 2009 г.».

Предполагается, что в зависимости от реализации того или иного варианта курсовая и процентная политика, а также объем и структура операций Банка России на денежном рынке могут заметно различаться.

7. 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).

Как следствие, не потребуются существенной корректировки динамики денежного предложения за счет кредитования Банком России коммерческих банков и, наоборот, абсорбирования у банков избыточной денежной ликвидности в пассивах Банка России.

При наименее благоприятном из рассматриваемых вариантов (первый вариант, Urals – 45 долл. за барр.) необходимое увеличение объема валового кредита Банка России коммерческим банкам составит всего 25 млрд. руб. (менее 6% прироста денежной базы в узком определении).

При двух других вариантах развития увеличения валового кредита коммерческим банкам не потребуется. Соответственно, его накопленный объем будет оставаться на крайне незначительном уровне (5 млрд. руб. или 0.1% от накопленного объема денежной базы в узком определении).

Однако в рамках двух данных вариантов развития, вероятно, возникнет потребность в расширении операций Банка России по связыванию избыточной ликвидности. В основном для этого Банком России будут использоваться выпуск собственных обращаемых облигаций (ОБР), а также привлечение средств банков на аукционной основе на срочные депозиты. В качестве исключительных мер Банком России могут быть задействованы ужесточение требований к банкам по обязательному резервированию средств, а также продажа на открытом рынке государственных ценных бумаг из собственного портфеля.

8. Как и в аналогичных документах предшествующих лет, в «Основных направлениях» на 2007 г. Банк России воздерживается от каких-либо количественных ориентиров процентной политики – как в части ставок по собственным инструментам, так и ставок кредитного и денежного рынков. Все указания относительно перспектив изменения ставок имеют максимально обтекаемый характер.

Отмечается, что нынешний высокий спрэд между ставками по привлечению и по размещению Банком России ресурсов может быть сужен. При этом сужение данного спрэда, наиболее вероятно, будет связано с повышением ставок по привлечению.

Последнее обусловлено более высокой, по мнению Банка России, актуальностью задачи по стерилизации ликвидности, нежели по предоставлению последней коммерческим банкам.

При этом Банк России отмечает, что если повышение ставок по привлечению состоится, то оно будет незначительным. В противном случае, по мнению Банка России, возникает риск усиления притока краткосрочного капитала из-за рубежа. Последнее негативно скажется на динамике инфляции.

9. Хотя в 2007 г. рост операций по рефинансированию банков будет ограниченным, однако для повышения роли процентной политики в среднесрочной перспективе Банк России продолжит работу по усовершенствованию набора таких инструментов.

В частности, продолжится включение в Ломбардный список Банка России новых ценных бумаг, будут введены инструменты рефинансирования сроком до одного года (в настоящее время максимальный срок – полгода). Возможно предоставления права получения краткосрочных кредитов под залог векселей и займов нефинансовых организаций, при условии поручительства устойчивых банков (в рамках перехода к «Единому пулу обеспечения» по кредитам Банка России).

10. Продолжится поэтапное реформирование надзора и регулирования банковской деятельности, платежной системы и финансовых рынков – в соответствии с ранее принятыми «Стратегией развития банковского сектора РФ на период до 2008 г.», а также «Стратегией развития финансового рынка РФ на 2006-2008 гг.».

Так, предусматривается развитие риск-ориентированного надзора за банками в соответствии с рекомендациями Базельского комитета (включая элементы подхода «Базель-II»), упрощение процедур слияния и поглощения кредитных организаций (не конкретизируется), подготовка ряда законодательных изменений, обеспечивающих защиту прав инвесторов на рынке ценных бумаг и др.

2. Комментарии к проекту

Достоинством представленного проекта «Основных направлений» является в целом адекватное отражение вероятных макроэкономических условий, в которых будет реализовываться денежно-кредитная политика в 2007 г.

Важным позитивным моментом также является ряд выдвигаемых в проекте новых инициатив, обеспечивающих расширение инструментария денежно-кредитного регулирования. В первую очередь, речь идет о развитии некоторых инструментов рефинансирования (см. раздел 1, п. 9).

В то же время для представленного проекта «Основных направлений» характерно несколько существенных недостатков.

Первый недостаток. Фундаментальная недооценка негативного воздействия укрепления рубля на конкурентоспособность российской экономики.

Отказ от фиксации целевого ориентира по повышению реального эффективного курса говорит о допущении Банком России возможности выхода динамики этого курса даже за пределы заявленного широкого прогнозного интервала (то есть свыше 10%).

Однако, как показывает опыт предшествующих лет, такие темпы укрепления несовместимы с поддержанием конкурентоспособности отечественного производства, декларируемым Банком России в качестве одного из принципов курсовой политики.

Так, например, в прошедшем году темпы прироста реального эффективного курса рубля достигли 10.5%. При этом они впервые за длительный период превысили динамику роста производительности труда (см. график 1).

На этом фоне темпы прироста промышленного производства, согласно данным Росстата, упали вдвое – с 8.3 до 4.0% (см. график 2). Динамика выпуска чувствительных к импорту производств снизилась почти втрое – с 7.9% до 2.9%. Одновременно резко увеличились темпы прироста физического объема импорта готовых товаров (превысив 25% за год).

График 1. Реальный курс рубля и производительность труда (темпы прироста, %)

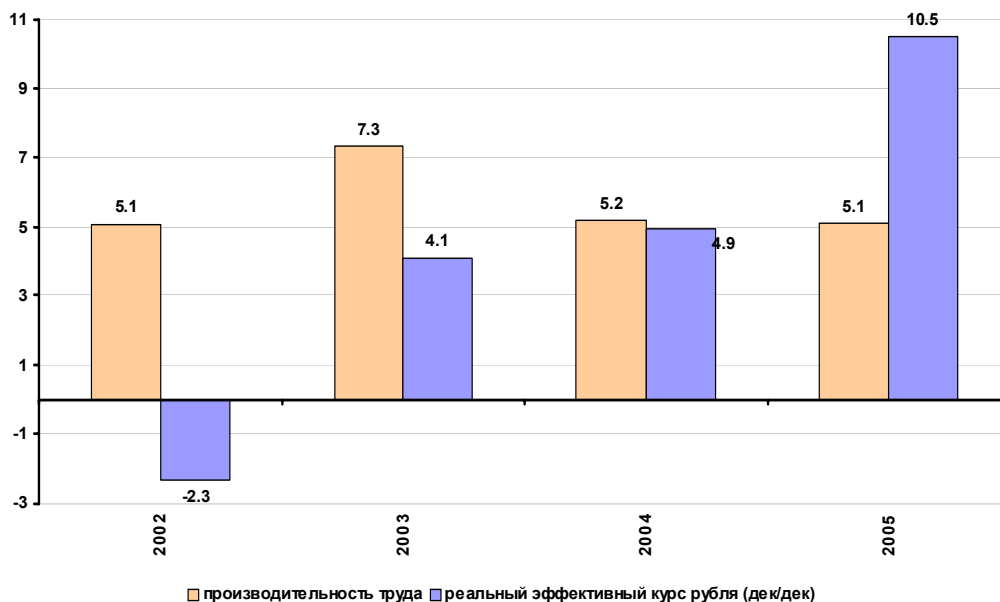
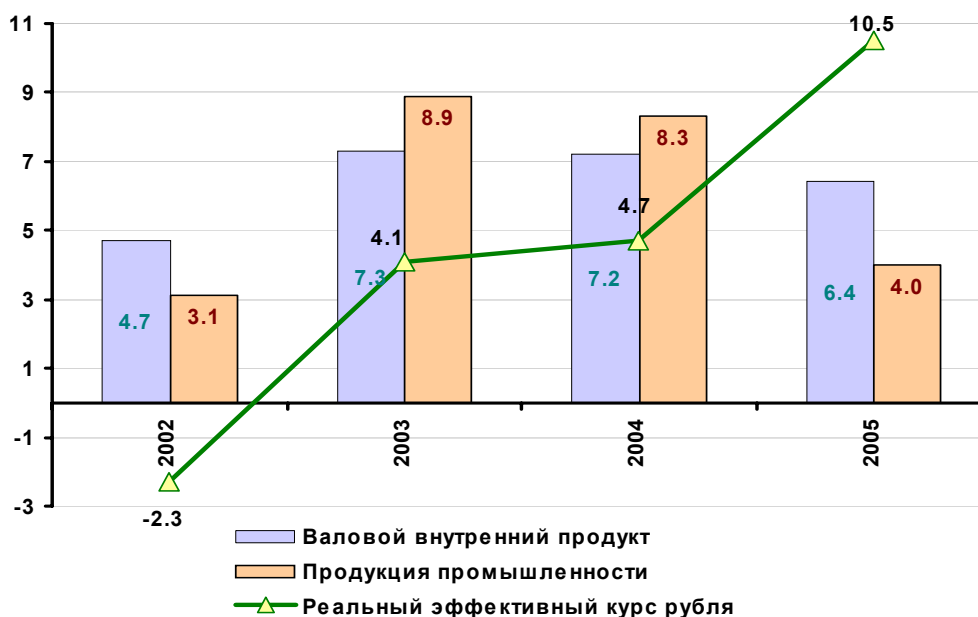


График 2. Динамика ВВП, промышленного производства и реального эффективного курса рубля (темпы прироста, %)



Источники: ФСГС, Банк России, расчеты ЦМАКП

Произошедшее в прошлом году резкое замедление динамики производства убедительно подтверждает известный теоретический тезис о том, что для сохранения конкурентоспособности национального производства темпы роста реального курса национальной валюты не должны превышать динамик повышения производительности труда. В противном случае у производителей отсутствует возможность адаптироваться к усилению ценовой конкуренции с импортом за счет снижения удельных трудовых издержек.

С учетом этих обстоятельств, сделанное Банком России допущение о возможности безопасного для конкурентоспособности отечественных производителей повышения реального эффективного курса рубля на 10% и более (при инерционной динамике производительности труда 5-6%), по крайней мере, нуждается в развернутой аргументации.

Второй недостаток. Ориентация на инерционное развитие ситуации в денежно-кредитной сфере, игнорирование новых рисков, которые могут оказать существенное негативное воздействие на стабильность и конкурентоспособность финансового сектора уже в ближайшем периоде.

Как отмечалось выше, представленный проект «Основных направлений» во многом повторяет концептуальные положения аналогичных документов, принимавшихся на протяжении предшествующих трех лет. Однако за это время по ряду параметров ситуация в финансовом секторе и экономике качественно изменилась.

а) Существенно возрос объем внешней задолженности корпоративного сектора.

К началу текущего года он приблизился к 180 млрд. долл., увеличившись за три года в 4 раза. По соотношению внешнего корпоративного долга и объема экспорта товаров и услуг (66%) Россия уже превзошла максимальные показатели ряда стран, столкнувшихся в течение последних десяти лет с кризисом внешнего корпоративного долга (Чехия, Респ. Корея).

Сохранение столь же высокой динамики внешних заимствований банков и компаний повышает риск дестабилизации кредитного рынка в среднесрочной перспективе.

В немалой степени интенсивный рост частного долга стимулируется значительным разрывом уровня кредитных ставок внешнего и внутреннего рынков, а также укреплением рубля, позволяющего заемщикам извлекать дополнительный доход от переоценки валютной задолженности.

Отсюда, данная проблема в принципе не может быть решена в случае продолжения денежно-кредитной политики последних лет. Ее решение требует перехода к более умеренной динамике курса рубля и выработке системы действий по существенному снижению ставок внутреннего кредитного рынка уже в ближайшее время.

б) Резко повысилось влияние неустойчивых трансграничных потоков краткосрочного капитала на ликвидность банковской системы.

На протяжении последних трех лет размах внутригодовых колебаний объема ликвидных активов банков (отношение максимального уровня к минимальному) достигает двух раз.

При этом в нижней точке колебаний у многих кредитных организаций ликвидность опускается до опасного уровня - до показателей, наблюдавшихся в период краткосрочной дестабилизации 2004 г. или ниже.

Рынок межбанковского кредитования не справляется с задачей масштабного перераспределения средств от банков, имеющих избыток ликвидности, к банкам, сталкивающимся с ее нехваткой. В отсутствие целенаправленной политики по развитию данного рынка вряд ли он сможет справиться с данной задачей и в дальнейшем (следствие сильной сегментации рынка).

В этих условиях сглаживание колебаний ликвидности банковской системы требует скорейшего превращения рефинансирования со стороны Банка России в доступный для большинства банков и регулярно используемый ими канал привлечения средств.

В настоящее время ситуация очень далека от этого состояния. По данным проведенного в 2005 г. Банком России опроса, доля банков никогда не использовавших или использовавших инструменты рефинансирования редко, составляет от 94 до 100% (по различным инструментам, за исключением внутридневных кредитов).

Изменение ситуации требует не только принципиально иной процентной политики (ликвидация отрыва ставок по коротким кредитам Банка России от средних ставок межбанковского рынка), но и качественного расширения базы залогов, включая широкое использование нерыночных залогов. Возможным вариантом решения проблемы также является кредитование Банком России по упрощенной процедуре высоконадежных банков-посредников, размещающих полученные средства на открытом межбанковском рынке, и, соответственно, принимающих все риски, связанные с размещением.

в) Началась экспансия зарубежных финансовых институтов в банковскую систему, на кредитный и финансовый рынки, создающая риск вытеснения российских финансовых организаций из стратегически значимых сегментов.

Обслуживание операций российских компаний с ценными бумагами и другими финансовыми активами не только на внешнем, но и на внутреннем рынке все в большей степени переходит к иностранным финансовым институтам.

2005-начало 2006 гг. характеризовались активным выходом на внутренний рынок инвестиционно-банковских услуг ведущих мировых игроков - Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Deutsche Bank. С учетом ранее открывших свой бизнес в России J.P. Morgan, UBS и CSFB, можно говорить о присутствии на рынке шести из семи крупнейших в мире инвестиционных банков¹.

Закономерно, что в 2005 г. доля финансовых организаций с российским капиталом на рынке консультационных услуг, оказываемых при проведении первичных публичных размещений акций и сделок слияния и поглощения, упала до 20% по сравнению с приблизительно 85% в 2004 г. Столь же интенсивная экспансия ожидается в сфере брокерского обслуживания и доверительного управления активами.

В сфере корпоративного кредитования все большая доля рынка также переходит к зарубежным финансовым институтам. За счет последних уже обеспечивается около половины прироста спроса нефинансовых компаний на заемные средства. Российские банки почти полностью вытеснены из сферы кредитования крупнейших отечественных компаний, прежде всего – экспорто-ориентированных.

В целом ситуация начинает развиваться по сценарию, близкому к наблюдавшемуся ранее в ряде латиноамериканских и восточноевропейских стран. Оборот наиболее привлекательных финансовых активов перемещается за рубеж. На внутреннем рынке финансовое обслуживание крупных и перспективных корпоративных клиентов, а также сопровождение наиболее масштабных сделок переходит к дочерним организациям ведущих зарубежных финансовых институтов. Это лишает национальные банки и финансовые компании значительной части потенциальных доходов, и, как следствие, сужает возможности их дальнейшей капитализации. Последнее, в свою очередь, создает условия для их дальнейшего вытеснения с ключевых сегментов рынка.

Перелом данной тенденции требует перехода к активной политике по ускорению капитализации российских банков и финансовых компаний, формированию компаний-лидеров, способных конкурировать с зарубежными финансовыми институтами на российском рынке.

¹ Deutsche Bank в семерку крупнейших инвестиционных банков мира не входит, хотя и занимает достаточно значимые позиции среди европейских банков на рынке инвестиционно-банковских услуг.

Такая политика не может быть успешной без финансовой помощи со стороны монетарных властей по увеличению собственных капиталов российских банков и компаний, оперирующих в стратегически значимых сегментах рынка (инвестиционно-банковские услуги, финансирование крупных сделок и проектов). Конечно, эта помощь должна предоставляться на прозрачной, конкурентной, возмездной и возвратной основе².

Очевидно, меры по предоставлению финансовой помощи должны быть скоординированы с политикой процентных ставок, а также дополнены созданием нормативно-правовых механизмов, стимулирующих самостоятельную капитализацию кредитных организаций. Последнее, в частности, требует детализации и отражения в «Основных направлениях» ранее заявленных Банком России намерений по упрощению порядка осуществления сделок слияний и поглощений, а также регулированию привлечения банками капиталов с фондового рынка.

Третий недостаток. Неадекватная оценка влияния процентных ставок на инфляцию, что блокирует переход к активной процентной политике, декларируемой Банком России в качестве стратегического приоритета.

Как признается в проекте «Основных направлений», «в настоящее время влияние процентных ставок по операциям Банка России на уровень процентных ставок в экономике является ограниченным» (с.4). Такая ситуация неизбежна в условиях, когда стоимость предоставляемых Банком России ресурсов существенно превышает средний рыночный уровень не только ставок межбанковского рынка (что само по себе является отклонением от общепринятой мировой практики), но и даже ставок по кредитам банков конечным заемщикам.

Вместе с тем в рассматриваемом проекте «Основных направлений» фактически фиксируется отказ от сколько-либо значимого снижения ставок по предоставляемым Банком России ресурсам в будущем году³.

Причиной для такого отказа служат опасения избыточного расширения денежного предложения, способного, в соответствии с логикой данного проекта, помешать достижению антиинфляционных целей денежно-кредитной политики.

Однако такие опасения представляются необоснованными.

- Формирование Банком России действенных механизмов рефинансирования кредитов банков конечным заемщикам приведет к снижению ставок по данным кредитам. Это стимулирует уменьшение корпоративных заимствований на внешних рынках. Такое уменьшение, в свою очередь, ограничит предложение валюты и позволит Банку России сократить ее чистые покупки. В результате дополнительный приток ликвидности, вызванный расширением рефинансирования, будет уравновешен снижением эмиссии, связанной с операциями Банка России на валютном рынке.
- Возможное краткосрочное увеличение общих объемов эмиссии в период становления системы доступного рефинансирования (следствие временного лага между снижением ставок и сокращением притока валютных средств) может быть предотвращено за счет превентивных мер, ограничивающих спрос на внешние займы. Речь идет о повышении нормативов обязательного резервирования по обязательствам банков перед банками-нерезидентами.

² В качестве возможного механизма такой помощи может рассматриваться предоставление Правительством или Банком России на конкурсной основе субординированных ссуд на пополнение собственного капитала устойчивых банков и финансовых компаний, при условии реализации ими программ по развитию приоритетных сегментов отечественного рынка финансовых услуг.

³ Такой вывод вытекает из следующих положений рассматриваемого проекта: «Стратегическим направлением активизации процентной политики является сужение коридора процентных ставок по операциям Банка России на денежном рынке, в основном за счет повышения его нижней границы» (с. 21), т.е. ставок по привлекаемым, а не предоставляемым Банком России ресурсам. При этом даже повышение ставок по привлекаемым ресурсам предполагается незначительным: «..Повышение ставок по стерилизационным инструментам Банка России ограничивается в целях недопущения значительной разницы между этими ставками и процентными ставками на международных финансовых рынках...» (с. 4).

3. Предложения по доработке проекта

- Придать прогнозу годовых изменений реального эффективного курса рубля за 2007 г. характер одного из целевых ориентиров денежно-кредитной политики. При этом целесообразно понизить верхнюю границу диапазона допустимых колебаний этого курса до уровня, не превышающего ожидаемую динамику роста производительности труда (приблизительно, 6% за год).
В противном случае, привести развернутую аргументацию утверждения о возможности более сильного повышения реального курса без ущерба для конкурентоспособности отечественных предприятий. Такая аргументация должна включать в себя объяснение факта замедления динамики промышленного производства в 2005 г. на фоне существенного повышения темпов роста реального эффективного курса и импорта готовой продукции.
- Дополнить разделы II («Развитие экономики России в 2006 г...») и III («Сценарии макроэкономического развития в 2007 г.») анализом новых факторов системных рисков, оказывающих значимое влияние на развитие российского финансового сектора в последние годы.
Речь идет о увеличении внешней задолженности корпоративного сектора, повышении влияния колебаний потоков краткосрочного капитала на ликвидность банковской системы, расширении присутствия зарубежных финансовых институтов на внутреннем кредитном и финансовом рынках.
- Дополнить раздел IV («Цели и инструменты денежно-кредитной политики в 2007 г.») разъяснением предполагаемых направлений действий органов денежно-кредитного регулирования по снижению системных рисков, связанных с отмеченными выше факторами.
- Во исполнение ст. 45 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации» определить целевые ориентиры денежно-кредитной политики в области процентных ставок на следующий год. Сформулировать в качестве стратегической задачи ликвидацию существующего отрыва ставок по предоставляемым Банком России ресурсам от средних ставок денежного рынка, определить примерные сроки ее реализации.
- Зафиксировать возможность повышения нормативов обязательного резервирования по обязательствам банков перед банками-нерезидентами в качестве меры по ограничению притока краткосрочных зарубежных капиталов.
- Предусмотреть систему действий по расширению использования нерыночных залогов при предоставлении Банком России заемных ресурсов коммерческим банкам.
- В части мероприятий Банка России по совершенствованию банковской системы и банковского надзора в 2007 г. (раздел V.I) конкретизировать предполагаемые меры по упрощению порядка осуществления сделок слияний и поглощений кредитных организаций, а также стимулированию привлечения этими организациями капиталов с фондового рынка.

**Руководитель направления анализа денежно-кредитной политики,
финансовых рынков и банковской системы**

Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования О.Г. Солнцев