



## **О проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год»**

Представленный проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год» (далее – «Основных направлений») во многом повторяет ключевые положения аналогичных документов предшествующих лет (на 2005, 2006 и 2007 гг.).

Тем не менее, данный проект содержит и ряд новых положений. Многие из них заметно улучшают качество рассматриваемого проекта по сравнению с документами предшествующих лет.

Речь идет о следующих новых положениях и особенностях рассматриваемого проекта «Основных направлений».

*Первое.* Прогноз макроэкономических условий, платежного баланса и денежной программы даются не на один год, как ранее, а на трехлетнюю перспективу. Это позволяет более адекватно оценить среднесрочные последствия предлагаемой денежно-кредитной политики, а также четче выявить потребность в корректировке политики.

В частности, построенный Банком России прогноз платежного баланса позволяет сделать вывод об очень высокой вероятности перехода от укрепления рубля к его ослаблению в перспективе ближайших трех лет. Хотя в «Основных направлениях» данный вывод не сформулирован в явном виде, однако он с очевидностью следует из представленных Банком России прогнозных расчетов.

Аналогичным образом построение денежной программы на среднесрочную перспективу позволяет сделать вывод о необходимости перехода в среднесрочной перспективе к новому механизму формирования

денежного предложения. Речь идет о расширении денежного предложения преимущественно путем покупки валюты в официальные резервы, к расширению за счет операций по рефинансированию.

**Второе.** Признается (хотя и не вполне четко формулируется), что возможность достижения поставленных целей денежно-кредитной политики в высокой степени зависит от развития банковской системы, финансового рынка и состояния платежной системы. Из этого делается вывод о необходимости увязки денежно-кредитной политики с политикой развития этих сфер.<sup>1</sup>

**Третье.** Не только декларируется необходимость повышения значимости процентной политики Банка России в управлении денежным рынком, но и указываются предполагаемые направления действий, которые будут обеспечивать повышение этой значимости:

- снижение волатильности краткосрочных процентных ставок на межбанковском рынке путем сужения Банком России коридора ставок между операциями по рефинансированию банков и по абсорбированию их временно свободных средств;
- формирование долгосрочного сегмента денежного рынка.

К сожалению, рассматриваемый проект не лишен недостатков и спорных моментов – как традиционных, характерных для большинства аналогичных документов предшествующих лет, так и относительно новых.

**Первое.** В отличие от аналогичных документов предшествующих лет отсутствует какая-либо увязка денежно-кредитной политики со стимулированием экономического роста.

---

<sup>1</sup> См. проект «Основных направлений», с.4.: «Эффективность реализации денежно-кредитной политики определяется возможностями Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора, которые, в свою очередь, тесно связаны с состоянием внутреннего финансового рынка и платежной системы. Действия Банка России будут направлены на повышение доступности инструментов рефинансирования для кредитных организаций, снижение транзакционных издержек и развитие рыночной инфраструктуры, построение системы валовых расчетов в режиме реального времени».

В «Основных направлениях» на 2005, 2006 и 2007 гг. в той или иной форме признавалась ответственность денежно-кредитной политики за поддержание экономического роста. Утверждался приоритетный или по крайней мере, равноправный характер цели стимулирования долгосрочного экономического роста по отношению к цели снижения инфляции<sup>2</sup>.

Правда, признание такой ответственности было во многом декларативным: предполагалось, что достижение целей по снижению инфляции одновременно является вкладом органов денежно-кредитного регулирования в обеспечение долгосрочного экономического роста. Последнее утверждение, является, как минимум, спорным: в ряде случаев попытка форсированного снижения инфляции может вести к дестабилизации платежной системы и финансовых рынков, что, в свою очередь, ограничивает возможности инвестирования и расширения производства (опыт «финансовой стабилизации» 1996-1998 гг.). Даже если дестабилизации удастся избежать, самого снижения инфляции еще недостаточно для стимулирования инвестиций и долгосрочного экономического роста. Требуется обеспечение возможности финансового сектора удовлетворить инвестиционный спрос. Последнее включает поддержку процессов наращивания долгосрочной ресурсной базы банков, капитализации банковской системы и т. п.

Тем не менее даже такое, половинчатое, признание Банком России своей ответственности за экономический рост создавало стимулы для оперативной корректировки денежно-кредитной политики в случае ее противоречия целям

---

<sup>2</sup> «Основные направления» на 2007 г., с.3: «Единая государственная денежно-кредитная политика направлена на достижение стабильности уровня цен и создание условий для долгосрочного экономического роста и повышения уровня жизни населения».

«Основные направления» на 2006 г., с.3: «Проводимая в России денежно-кредитная политика направлена на обеспечение внутренней и внешней стабильности национальной валюты. Стабильно низкий уровень инфляции является условием для достижения устойчивого экономического роста, который позволит значительно повысить уровень жизни населения».

«Основные направления» на 2005 г., с.3: «В ближайшем десятилетии в России должны быть обеспечены высокие темпы экономического роста, которые позволят значительно повысить уровень жизни населения. Низкая инфляция является основой для обеспечения устойчивости рубля, формирования позитивных ожиданий экономических агентов, снижения рисков и, соответственно, принятия обоснованных решений относительно сбережений, инвестиций и потребительских расходов. Поэтому денежно-кредитная политика, направленная на устойчивое снижение инфляции, вносит существенный вклад в усиление потенциала экономического роста и модернизацию структуры экономики».

поддержания экономического подъема (пример – корректировка курсовой политики в 2004 г.).

**Второе.** Рефинансирование рассматривается исключительно в качестве средства обеспечения общего баланса денежных спроса и предложения в экономике. При этом игнорируется структурный аспект – неравномерность распределения денежной ликвидности между различными группами банков, являющаяся источником системных рисков ликвидности в банковском секторе.

Из проекта «Основных направлений» следует, что Банк России увязывает сроки расширения рефинансирования банковской системы с моментом исчерпания других источников денежного предложения и проявлением признаков его дефицита в экономике в целом.

Так, согласно представленному прогнозу денежной программы переход к полномасштабному рефинансированию банков со стороны Банка России планируется начать не ранее 2010 г. (годовой прирост валового кредита в 2010 г. – от 216 до 709 млрд. руб. в зависимости от сценария, в предшествующие годы – от 0 до 5 млрд. руб.). Это обусловлено ожидаемым исчерпанием к этому времени возможности покрытия спроса экономики на деньги за счет эмиссии, связанной с ростом официальных валютных резервов.

Однако высокая неравномерность распределения ликвидности в банковской системе, усугубляемая неразвитостью рыночных каналов перераспределения ликвидности, может стать причиной нестабильности задолго до момента проявления общего признака дефицита денег в экономике.

Данные обстоятельства обуславливают необходимость синхронного расширения операций Банка России по предоставлению средств (рефинансированию) «ликвидно-недостаточным» банкам и привлечению средств (стерилизации) у «ликвидно-избыточных». Такая синхронность не будет затрагивать общего баланса денежных спроса и предложения в экономике, и, соответственно, влиять на уровень инфляции. В то же время она позволит снять отмеченные выше системные риски ликвидности.

*Третье.* Банк России дает явно заниженные оценки спроса на деньги со стороны экономики и банковского сектора. Это ведет к существенной недооценке потребности в рефинансировании, даже если такую потребность рассматривать только с позиций формирования общего баланса денежных спроса и предложения и не учитывать структурные аспекты распределения ликвидности (о последних - см. предшествующий пункт).

На протяжении последних четырех лет, приводя в «Основных направлениях» прогноз спроса на деньги, Банк России систематически недооценивает потенциал этого спроса (см. табл. 1). Похожая ситуация складывается и в текущем году.

Первый квартал 2007 г. показал, что динамика спроса на деньги не только не снижается, но наоборот, усиливается. По данным на начало апреля базисный темп прироста рублевой денежной массы (M2) к аналогичному периоду предшествующего года составил 52.6%. Это заметно выше темпа прироста денежной массы по итогам 2006 г. (48.8%).

Несмотря на это, Банк России, прогнозирует, что в оставшийся период года динамика спроса на деньги резко снизится – к концу 2007 г. годовые темпы прироста денежной массы упадут до 32-34%.

Данный прогноз представляется недостаточно реалистичным.

Допуская возможность замедления динамики спроса на деньги в последующий период года (под влиянием вероятной приостановки роста номинального курса рубля к доллару) мы предполагаем, что такое замедление все-таки будет существенно более плавным – темп прироста денежной массы по итогам 2007 г. составит 37-38%.

Покомпонентная оценка спроса на деньги, сделанная на основе тех же макроэкономических сценариев, которые рассматриваются в «Основных направлениях» показывает, Банка России на среднесрочную перспективу также является заниженным (см. табл. 2).

**Таблица 1. Сопоставление фактической и прогнозируемой Банком России динамики денежной массы М2 в 2003-2007 гг. (темпы прироста, %)**

	среднее 2003-2006	2003	2004	2005	2006	март 2007 <sup>1</sup>	2007
Фактическая динамика	43.3	50.5	35.8	38.6	48.8	52.6	-
Прогноз Банка России ("Основные направления")	23.6-30.4	20.0-26.0	19.0-25.0	20.0-32.0	36.0-39.0	-	32.0-34.0
Ошибка прогноза	12.9-19.7	24.5-30.5	10.8-16.8	6.6-18.6	9.8-12.8	-	-

<sup>1</sup> темп прироста к аналогичному периоду предшествующего года

**Таблица 2. Динамика денежной массы М2 и ее основных компонент в 2005-2010 гг. (темпы прироста, %)<sup>1</sup>**

	2005	2006	2007 оценка		2008 прогноз		2009 прогноз		2010 прогноз	
			Банк России	ЦМАКП	Банк России	ЦМАКП	Банк России	ЦМАКП	Банк России	ЦМАКП
<b>Денежная масса М2</b>	<b>38.6</b>	<b>48.8</b>	<b>33.0</b>	<b>37.5</b>	<b>27.0</b>	<b>28.0</b>	<b>22.0</b>	<b>23.8</b>	<b>18.0</b>	<b>20.3</b>
в том числе:										
наличные деньги М0 <sup>2</sup>	30.9	38.6	27.4	31.1	21.6	23.4	17.5	19.8	14.6	16.6
безналичные средства	42.7	53.9	35.5	40.3	29.3	29.9	23.8	25.3	19.3	21.6

<sup>1</sup> 2007-2010 гг. – усредненный показатель для прогнозов по различным вариантам.

<sup>2</sup> Прогноз Банка России – приведенный в таблице темп прироста соответствует прогнозу динамики показателя наличных денег в обращении (источник - таблица «Прогноз показателей денежной программы на 2008-2010 гг.» из проекта «Основных направлений»)

В рассматриваемом проекте «Основных направлений» также существенно недооценивается потребность банков в абсолютно ликвидных рублевых активах<sup>3</sup> для бесперебойного обслуживания оборота денежных средств.

Предполагается, что объем данных активов за 2008-2010 гг. сократится в среднем по различным сценариям на 40%. Отношение абсолютно ликвидных рублевых активов к обязательствам банков по счетам и депозитам, отражающее средний уровень ликвидности в банковской системе, снизится более чем втрое - с 12.8% до 4.0%.

С учетом отмеченных двух обстоятельств потребность в дополнительных, по отношению к прогнозируемым Банком России, источниках денежного

<sup>3</sup> остатки на корреспондентских счетах и депозитах кредитных организаций в Банке России, прочие срочные обязательства Банка России перед кредитными организациями

предложения (рефинансирование) для покрытия спроса экономики на деньги и поддержания приемлемого уровня ликвидности банковской системы оценивается до 500 млрд. руб. к 2010 г. (среднее по различным сценариям).

*Четвертое.* Несмотря на декларируемый курс на повышение значимости процентной политики, как инструмента денежно-кредитного регулирования, в «Основных направлениях» отсутствуют какие-либо (даже приблизительные) количественные ориентиры этой политики.

Без указания таких ориентиров высока вероятность того, что заявленные Банком России намерения будут сохранять свой декларативный характер.

Отметим также, что отсутствие в «Основных направлениях» каких-либо количественных ориентиров по процентным ставкам является фактическим нарушением требований Федерального Закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». В соответствии со ст. 45 Закона данный документ должен включать «...целевые ориентиры, характеризующие основные цели денежно-кредитной политики, ...включая интервальные показатели ...процентных ставок».

*Пятое.* При разработке денежно-кредитной политики Банк России проигнорировал проблему сохранения устойчивости национального финансового сектора в условиях вероятного в среднесрочной перспективе перехода от укрепления к ослаблению рубля.

Тот факт, что Банк России считает допустимым интенсивное укрепление рубля в краткосрочной перспективе (рост реального эффективного курса рубля до 10% в 2008 г.), повышает риски последующего шокового ослабления рубля в среднесрочной перспективе. С учетом быстрого увеличения внешней задолженности российских банков такое ослабление, несомненно, будет представлять опасность для устойчивости российской банковской системы. Снятие данных рисков требует пересмотра текущей курсовой политики в сторону более умеренных темпов укрепления рубля.

*Шестое.* За пределами рассматриваемой Банком России «повестки дня» по-прежнему остается задача стимулирования изменения структуры притока иностранного капитала – замещения спекулятивного капитала консервативным, долгового финансирования – прямыми инвестициями.

В то же время решение этой задачи является критически необходимым для обеспечения сбалансированной динамики финансового сектора, производства, и курса национальной валюты в среднесрочной перспективе.

**Руководитель направления анализа денежно-  
кредитной политики, финансовых рынков и  
банковской системы  
Центра макроэкономического анализа и  
краткосрочного прогнозирования**

**О.Г. Солнцев**