

Оксана Осипова: Денежное предложение, денежный спрос и инфляция в 2006 г.

По оценкам Банка России проблем с ликвидностью даже в самом пессимистическом сценарии (при ценах на нефть в 28 долл. за барр.) не возникает. Более того, избыток ликвидности банковских средств даже несколько увеличивается, что на наш взгляд является маловероятным для этого сценария. При ценах на нефть в 28 долл. за барр. резервы Банка России (без учета Стабилизационного фонда) в сценарии незначительного оттока капитала (как это представлено в предлагаемом варианте Основных направлений) увеличиваются на 13-13,5 млрд. долл. Это несколько выше ожидаемого Банком России увеличения спроса на наличные деньги. Представленные Банком России сценарии предполагают рост избыточной ликвидности банковского сектора. В пессимистическом сценарии в условиях ожидаемой по сценарию Банка России девальвации рубля это означает избыточный ориентир по покупке валюты в резервы. Остатки банков в Банке России увеличиваются на 108 млрд. руб. в пессимистическом и 260 млрд. руб. в оптимистическом сценарии. В этих условиях проблем с обеспечением роста денежного предложения за счет внутренних источников не возникает.

По нашим оценкам¹[1], отток капитала остается чувствительным к изменению цен на нефть. В условиях их снижения до 28 долл. за барр. чистый отток капитала может увеличиться. В основном отток капитала будет вызван сокращением притока заимствований и увеличения валютной позиции банков в связи с девальвацией рубля и ростом валютизации депозитов. В результате резервы Банка России (без учета Стабилизационного фонда) сократятся в 1 сценарии на 5 млрд. долл. В этом случае банки будут вынуждены сократить остатки в ЦБ до уровня ниже 2004 г., что может привести к возникновению дефицита ликвидности.

В оптимистическом сценарии наши эконометрические оценки сходятся с оценками Банка России и по объему инвестиций и по объему притока капитала. Однако вполне возможен сценарий более масштабного роста инвестиций и притока иностранных прямых инвестиций. В этих условиях мы исходим из того, что Банк России будет предпринимать стерилизованные интервенции на валютном рынке, что на наш взгляд является наиболее рациональной политикой.

Банк России ориентируется на сохранение достаточно высокого ориентира укрепления реального эффективного курса в 2006 г. на 9%. Высокий темп укрепления рубля является, скорее всего, страховкой на случай неожиданных колебаний номинального курса доллара на мировых рынках. По нашим оценкам, укрепление реального эффективного курса составит около 5-5,5%, а его уровень вернется к докризисным значениям 1997 г.

Среднегодовой номинальный курс девальвирует в пессимистическом сценарии на 2,5%, а в оптимистическом сценарии укрепится на 1,5%.

Источники и структура денежного предложения

	2004	2005		2006 (ЦБ)			2006 (ЦР)		
		ЦБ	ЦР	1	2	3	1	2	3
Источники денежного предложения									
Резервы Банка России (без Стабфонда)	3500	4156	4119	4544	5491	5508	4011	5047	5525

[1] В наших оценках мы исходим из того, что правительство осуществит досрочные выплаты Парижскому клубу в будущем году на сумму 15 млрд. долл.

Прочие (нетто)	-330	-197	69	-203	-259	-289	161	-61	-55
Структура резервных денег									
Резервные деньги (без средств Стабфонда)	3170	3959	4093	4341	5254	5219	4172	4986	5470
средства бюджета (без Стабфонда)	526	899	942	821	1593	1465	988	1511	1747
наличные деньги в обращении	1670	2102	2124	2458	2499	2520	2394	2469	2518
средства банков	701	958	942	1062	1162	1218	702	918	1117
ФОР	122	Н.д.	172	н.д.	н.д.	н.д.	201	208	217
в рублях	90	100	н.д.	121	123	124	н.д.	н.д.	н.д.
в валюте	31	Н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
прочие добровольные резервы	579	Н.д.	769	н.д.	н.д.	н.д.	501	710	900
в т.ч. корсчета	486	Н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Другие	274	Н.д.	85	н.д.	н.д.	н.д.	89	89	89

Источники: Банк России, Центр развития

В сценарии снижения цен на нефть до 28 долл. за барр. дефицит валюты приведет к небольшой девальвации рубля (на уровне 2,5% в среднем за год). Спрос на деньги притормозится до 16-17%, при этом спрос на кредиты останется высоким, составив 24,3%. Значительный разрыв между ростом спроса на кредиты и денежным предложением может вызвать усугубить проблему с ликвидностью. В случае незначительного оттока капитала банковского сектора Банк России сможет балансировать денежный рынок за счет расширения рефинансирования банков, ставки по рублевым инструментам могут увеличиться, чтобы компенсировать номинальную девальвацию рубля (по нашей оценке индикативная ставка по госбумагам может вырасти до 11-12%). Если отток капитала банков будет увеличиваться неизбежен избыточный рост процентных ставок по рублевым инструментам.

Для контроля за инфляцией Банку России необходимо более жестко следовать снижению параметра базовой инфляции (без учета сельхозпродукции и услуг). Официальный параметр базовой инфляции в последние три года практически не изменяется, оставаясь на уровне 10-11%, что ставит под сомнение возможность снижения базовой инфляции в условиях проведения более жесткой денежной политики. В то же время инфляция (без учета сельхозпродукции и услуг) плавно снижается с 8,2% в 2004 г. до 6% в 2005 г. По нашим оценкам, Банк России может обеспечить дальнейшее снижение базовой инфляции (без учета сельхозпродукции и услуг) в 2005 г. до 5,4-5,8%. Для того, чтобы вписаться в целевой ориентир базовую инфляцию необходимо снизить до 4%. Такой уровень базовой инфляции может быть достигнут за счет торможения наличных денег до 15-16% в базовом и оптимистическом сценариях. Проведение жесткой денежной политики в пессимистическом сценарии может оказать негативное влияние на экономический рост

Валютный курс, денежные агрегаты и инфляция

	2004	2005		2006 (ЦБ)			2006 (ЦР)		
		ЦБ	ЦР	1	2	3	1	2	3
Инфляция	11.7	н.д.	н.д.	н.д.	7-8.5	н.д.	9.4	9.6	9.8
базовая инфляция	8.2	н.д.	6.0	н.д.	6-7.5	н.д.	5.4	5.6	5.8
Валютный курс (среднегодовой)	-6.3	н.д.	0	н.д.	н.д.	н.д.	2.9	-1.2	-1.6
Реальный эффективный курс	-6.1	н.д.	-7.3	н.д.	н.д.	-9.0	-4.4	-5.3	-5.4

M ₀	33.8	25.9	29.6	16.9	18.9	19.9	16.0	17.0	19.8
M ₂	35.8	20-32	31.0	19-21	21-24	23-26	17.0	22.0	24.7
M ₂ X	33.8	н.д.	30.4	н.д.	н.д.	н.д.	16.0	20.0	24.3
Кредиты банков частному сектору	48.6	н.д.	28.0	н.д.	н.д.	н.д.	24.3	27.0	28.0

Консенсус-прогноз: 22 июля - 3 августа 2005 г.
(макроэкономические показатели России на 2005-2006 гг.)

Показатели	Консенсус-прогноз				Прогнозы МЭРИТ, Минфина и Банка России*		Единицы измерения
	Средние по опросу		Изменение по сравн. с предьдущ. опросом		2005	2006	
	2005	2006	2005	2006			
Реальный ВВП	5.8	5.4	-0.1	-0.1	5.9	5.8	Прирост в сопост. ценах, % к предыдущему году
Номинальный ВВП	20446	23945	352	491	21000	24380	Млрд. руб.
Объем промышленного производства	5.0	4.9	-0.4	-0.2	4.4	4.6	Прирост в сопост. ценах, % к предыдущему году
Оборот розничной торговли	11.6	10.5	0.8	0.7	11.2	9.0	Прирост в сопост. ценах, % к предыдущему году
Инвестиции в основной капитал	9.4	9.3	0.5	0.6	9.8	11.1	Прирост в сопост. ценах, % к предыдущему году
Реальные располагаемые доходы	9.2	8.2	0.8	0.5	9.4	8.9	Прирост в сопост. ценах, % к предыдущему году
Средняя зарплата	304	356	8	8	298	354	Долл./мес.ц
Прирост потребительских цен	11.9	9.9	0.2	0.3	10-11	7.0-8.5	Конец периода к декабрю предыдущего года, %
Курс доллара	28.3	28.2	0.5	0.2	28.5	28.7	Конец периода, руб./долл.
Денежный агрегат M₂	29.7	25.0	-0.9	-0.1	20-32	21-24	Конец периода к декабрю предыдущего года, %
Дефицит/профицит федерального бюджета (-/+)	5.2	2.8	1.6	0.7	7.0	3.2	% ВВП
Экспорт (фоб)	223.0	220.0	17.0	17.4	245.8	232.4	Млрд. долл.
Импорт (фоб)	117.8	137.9	2.1	3.9	120.3	139.0	Млрд. долл.
Торговое сальдо (фоб-фоб)	105.2	82.4	14.1	12.4	125.5	93.4	Млрд. долл.
Счет текущих операций	74.2	53.4	11.2	12.1	97.1	71.6	Млрд. долл.
Валютные резервы ЦБ (без золота)	167.5	196.9	5.9	12.5	180.2	234.7	Конец периода, млрд.долл.
Среднегодовая цена нефти Urals	46.7	42.9	6.3	6.9	48.0	40.0	Долл./барр.

Примечание: Все приведенные официальные прогнозы соответствуют основному "Варианту 2" (цена нефти 40 долл./барр. в 2006 г.). Размер профицита федерального бюджета взят из проекта бюджета на 2006 г., внесенного Минфином в Правительство 13/08/05, прогнозы по счету текущих операций, приросту денежной массы и валютных резервов - из "Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 г." Банка России (05/08/05). Прогнозы всех остальных индикаторов составлены МЭРИТ.