



ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

Тел. (095) 234 0978 факс (095) 232 9836 <http://www.dcenter.ru>

Заключение на проект «Основных направлений единой государственной денежно- кредитной политики на 2005 год»

Банк России представил в Государственную Думу проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 г.», в котором представлены ставшие традиционными для такого рода документов оценки текущего года, а также ожидаемые сценарии развития денежно-кредитной сферы в 2005 г.

В своих прогнозах денежно-кредитной сферы на будущий год Банк России нацеливается на дальнейшее снижение инфляции до 7,5-8,5% (план этого года - не более 10%), надеясь в основном на инерционную динамику, нежели чем предлагая конкретные меры по подавлению роста цен. Кроме того, Банк России планирует сохранить управление реальным эффективным курсом, предел укрепления которого установлен на уровне 8% (7% в текущем году). Это означает, что при стабильности курса евро/доллар в будущем году номинальный курс рубля по отношению к доллару не должен измениться. В случае укрепления доллара по отношению к евро на 5% (до уровня 1,15) номинальный курс рубля в таком случае должен опуститься до уровня 30,80. Для сценарных расчетов Банк России ориентируется на цены на нефть в пределах 22,5-28 долл. за бар.

В целом характер перспективных расчетов на 2005 г. мало чем отличается от расчетов прошлого года. Вариация сценариев опирается в основном на разные уровни нефтяных цен, но в отличие от предыдущих лет Банк России не приводит крайних сценариев резкого падения и роста цен на нефть, обоснованно считая их маловероятными.

В представленном документе Банк России, на наш взгляд, уделяет недостаточное внимание анализу тенденций развития денежно-кредитной сферы в текущем году, которое достаточно сильно отличалось от ситуации последних трех лет, и которые (тенденции) будут во-многом определять ситуацию в ближайшее время. Основными особенностями текущего года являлись:

- отказ Банка России от политики номинального укрепления рубля и возврат к медленному номинальному укреплению доллара по отношению к рублю. Это было связано с тем, что Банк России открыто обозначил в качестве своей главной цели удержание реального укрепления рубля в пределах 7% за год;

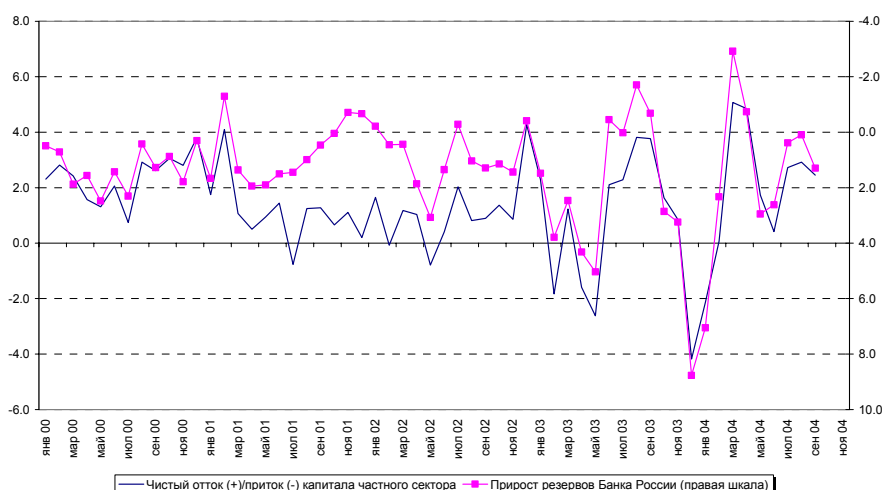
- нестабильная динамика валютных резервов при сохранении исключительно благоприятной внешней конъюнктуры, что определялось во многом мощными потоками входящего и уходящего капитала. Создание Стабилизационного фонда, накапливающего сверх-доходы бюджета от высоких цен на нефть, привело к появлению мощного стерилизационного инструмента в руках денежных властей. В результате совокупного воздействия оттока капитала, накопления остатков на счетах бюджетов и формирования Стабилизационного фонда практически весь прирост ликвидности абсорбировался на бюджетных счетах, что привело к стагнации денежного предложения, доступного для реального сектора экономики;
- рост влияния повышения цен на мировых рынках на сырье и сельхозпродукцию на динамику цен в России. Под воздействием роста цен на сырье на внешних рынках оптовые цены росли существенно быстрее, чем ожидали денежные власти. Всё это в совокупности замедлило и без того небыстрое снижение инфляции в российской экономике;
- повышение влияния мировых финансовых рынков и, в первую очередь, ожиданий роста процентных ставок и укрепления доллара США;

Динамика резервов, спрос на деньги и предложение денег в 2004 г.

В условиях продолжающегося роста цен на нефть Банк России, как и в предыдущие годы, не испытывал проблем с поддержанием баланса текущих операций. Рост экспорта под воздействием роста нефтяных цен (средние цены на российскую нефть в январе-августе выросли на 20%) и физических объемов экспорта (на 6% в январе-июле) без труда перекрыл потенциальное негативное воздействие бурного роста импорта (стоимостные объемы импорта в январе-июле выросли на 25% относительно прошлого года, когда импорт уже на 5% превышал уровень 1997 г.). Одновременно с этим впервые после 1998 года Россия в феврале-июне столкнулась с мощным оттоком капитала (более 12 млрд.долл. за этот период времени), что прервало казавшуюся вечной тенденцию роста валютных резервов Банка России.

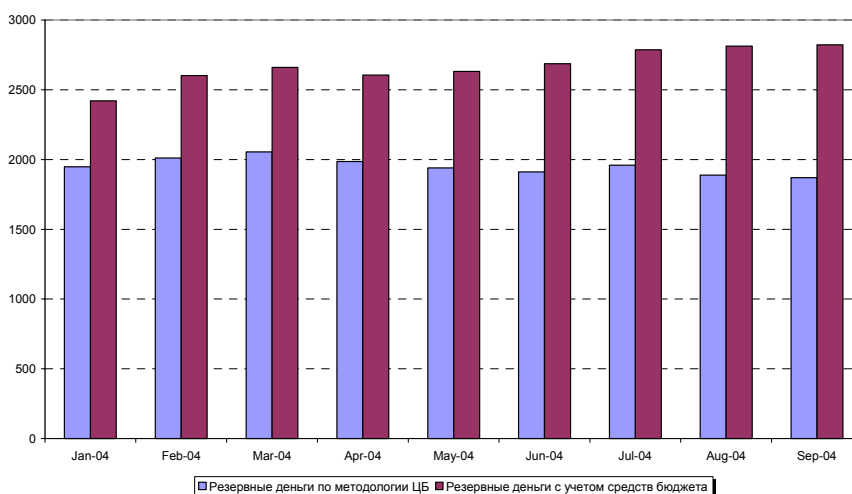
Прекращение с середины февраля роста валютных резервов поставило перед Банком России вопрос о необходимости поиска новых инструментов наращивания денежного предложения, что является насущным для быстрорастущей экономики. Дело в том, что на протяжении последних четырех лет Банк России использовал покупку иностранной валюты как исключительный инструмент предоставления экономике новой ликвидности, практически прекратив использование остальных возможностей.

Движение частного капитала и прирост резервов, млрд. долл.



Ситуация с управлением ликвидностью еще больше осложнилась для Банка России в связи с включением механизма Стабилизационного фонда, на счетах которого стала в огромном количестве накапливаться денежная ликвидность. Накапливание ресурсов на счетах бюджета в Банке России (включая стабилизационный фонд) вкуче с прекращением роста валютных резервов привело к фактическому замораживанию роста денежного предложения в экономике в текущем году. С 1 января по 1 сентября текущего года объем совокупного денежного предложения доступного для экономики (резервные деньги, без учета счетов бюджета и внебюджетных фондов) снизился на 4% (против их роста на 21,9% за тот же период годом ранее). На наш взгляд, такое развитие ситуации создает существенные проблемы для поддержания экономического роста и послужило одним из катализаторов обострения ситуации в банковской системе весной-летом текущего года.

Денежное предложение Банка России в 2004 г., млрд. руб.



Проблема дефицита ликвидности в банковском секторе стала проявляться, начиная

с апреля, еще более обострившись в мае-июне в результате повышения спроса населения на наличность, связанного с возобновлением номинальной девальвации рубля. Коммерческие банки, заморозившие свои операции на межбанковском рынке, столкнулись с дефицитом ликвидности, который не мог быть удовлетворен за счет получения рефинансирования от Банка России в силу ограниченного круга банков, которые могут позволить себе держать в портфелях низколиквидные, низкодходные и долгосрочные госбумаги, являющиеся исключительной залоговой базой при получении кредитов у Банка России. В этих условиях для увеличения предложения ликвидности Банк России пошел на снижение ФОР^а сначала с 9% до 7%, что высвободило около 16 млрд. руб. для банковского сектора. Однако общее уменьшение остатков ликвидности банковского сектора, размещенных в Банке России, в I полугодии, по нашим оценкам, составило более 115 млрд. руб, и, естественно, что такой шаг по предоставлению ликвидности оказался незамеченным. Вслед за этим Банк России пошел на еще более радикальное снижение норматива формирования ФОР с 7% до 3,5%, что предоставило банковскому сектору еще 119 млрд.руб.

Использование по сути чрезвычайных административных мер по предоставлению ликвидности банковской системе через снижение ставки ФОР¹ вряд ли сможет быть еще раз использовано Банком России для дополнительного предоставления ликвидности. К сожалению, никаких других действенных инструментов наращивания предложения ликвидности у Банка России пока не существует.

В этой ситуации прогноз Банка России о наращивании валютных резервов на 13 млрд.долл. во втором полугодии с.г. является, на наш взгляд, излишне самоуспокаивающим, поскольку столь мощные рублевые интервенции не только обеспечат экономику достаточным количеством денежных средств, но и приведут к формированию избыточной ликвидности. Мы, однако, склонны придерживаться более умеренного сценария возможного роста валютных резервов – от 7 до 10 млрд. долл. во втором полугодии². С учетом того, что 80%-90% прироста денежного предложения будет по-прежнему «замораживаться» на счетах Стабилизационного фонда, мы прогнозируем сохранение равновесной ситуации с ликвидностью в банковской системе до конца года во втором полугодии в целом.

¹ Само по себе снижение ставки ФОР давно назрело и упорство Банка России в сохранении ее высокого уровня было одной из «загадок» проводившейся денежной политики.

**Изменение резервов и прирост денежного предложения в 2003-2004 г.
(по полугодиям)**

	2003		2004		
	1-е п/г	2-е п/г	1-е п/г	ЦР	ЦБ
				2-е п/г	2-е п/г
Валютные резервы, млн. долл.	15 641	10 724	11 800	7000-10 000	13 000
Прирост резервных денег, млрд. руб.	475	297	366	200-230	512
в том числе счетов бюджета	171	-83	354	40-80	157
Стабфонд	-	-	122	280-290	н.д.
наличные деньги в обращении	162	248	127	180-250	288
средства банков в Банке России	141	131	-114	-30 - +30	68
в том числе изменение ФОРа	38	366	388	-100	н.д.

Источник: Банк России, оценки Центра развития

Влияние денежно-кредитной политики в 2004 г. на динамику инфляции

В первом полугодии 2004 г. наблюдалось инерционное снижение потребительской инфляции по всем составляющим. Однако в то же самое время темпы роста оптовых цен, динамика которых более чувствительно к изменению мировых цен на сырье, очевидно, вышли из-под контроля денежных властей, составив 17,8% в первом полугодии. Давление растущих мировых цен на сырье проявилось в резком повышении темпов роста цен внутри России на бензин и аграрную продукцию. В результате, уже в июле-августе уже и потребительская инфляция оказалась выше прошлогоднего уровня.

Несомненно фактором, способствовавшим развитию инфляционных тенденций в 2004 году, стал очередной пересмотр принципов текущей валютной политики Банка России. В начале года денежные власти объявили о переходе к целеполаганию укрепления реального эффективного курса рубля как главной задачи своей деятельности, что переводит инфляцию из контролируемого параметра в независимый. Обозначив приемлемый для властей 7%-ный предельный уровень укрепления реального курса рубля в течение 2004 г., Банк России оказался вынужденным пойти на возобновление политики медленной номинальной девальвации рубля, так как высокий уровень инфляции и прекращение девальвации доллара по отношению к евро не оставляли возможности сохранять даже стабильность номинального курса рубля, не говоря о его укреплении.

² Столь широкий диапазон определяется не только сильной неопределенностью нефтяных цен, но и возможным сокращением оттока капитала к концу года по линии банковской системы (в условиях дефицита ликвидности банки могут пойти на сокращение уровня валютных активов).

В то же время, насколько номинальное укрепление рубля в 2003 году играло в пользу замедления ценовой динамики (особенно, в конце года), номинальная девальвация рубля в 2004 году изменила инфляционные ожидания в российской экономике в пользу ожидания роста цен.

Инфляция и денежные показатели, %

	январь-август 2003 г.	январь август 2004 г.	2003 г.	2004 г.
Инфляция	8.3	7.6	12.0	11.3
продукты питания	6.3	7.1	10.2	н.д.
сельхозпродукция	3.6	7.1	6.7	13.8
непродовольственные товары	5.8	4.6	9.4	н.д.
бензин	10.3	19.6	16.7	н.д.
услуги	18.7	12.8	22.3	17.6
Базовая инфляция	6.2	5.9	11.6	8.7
Денежные показатели				
Денежная масса	26.7	14.4	50.5	32.1
наличные деньги	26.6	13.7	50.3	27.0
Резервные деньги	26.0	16.6	46.8	24.1
Валютный курс	-4.0	-0.7	-7.3	0.0

На наш взгляд, такая динамика инфляционных процессов делает мало вероятным достижение целевого 10%-ного уровня инфляции в 2004 г. Похоже, Банк России не видит необходимости в радикально быстром снижении инфляции и не предпринимает соответствующих усилий в данном направлении. Такая политика, ориентированная на медленное постепенное снижение темпов роста цен, может реализовываться в условиях бурного роста экономики. Однако в российских условиях экономический рост не является устойчивым, поскольку он опирается, главным образом, на рост экспорта. В свою очередь высокие темпы инфляции удерживают от снижения процентные ставки внутри страны, что перечеркивает многие инвестиционные проекты в несырьевом секторе экономики.

Непрекращающийся рост нефтяных цен и необходимость массированных покупок иностранной валюты Банком России во втором полугодии, на наш взгляд, не позволят удержать укрепление реального эффективного курса рубля в намеченных пределах. Более того, перед Центральным банком вновь будет стоять выбор: что делать с номинальным курсом рубля? С одной стороны, укрепление доллара выглядит нелогично при постоянном росте валютных резервов, с другой стороны, укрепление рубля сделает невозможным достижение целевого ориентира в отношении реального курса рубля. Мы

ожидаем, что объявленная цель не будет достигнута, и при инфляции в 10,5-11% и сохранении курса доллар/евро на уровне 1,22 реальное укрепление рубля в текущем году составит 8,0%-8,5%; в случае же укрепления доллара по отношению к евро до конца года реальное укрепление рубля может быть более существенным.

Тенденции номинального и реального курса рубля (изменение за период в %)

	январь-август 2003 г.	январь-август 2004 г.	2003 г.	2004 г.
Номинальный курс рубля к доллару	-4.0	-0.7	-7.3	0
Реальный курс рубля к доллару*	-11.3	-7.8	-15.3	-8.6
Реальный эффективный курс	-4.5	-5.7	-3.9	-8.1
Изменение курса евро к доллару	-4.6	3.8	-20.3	4.7

*Без учета инфляции в США

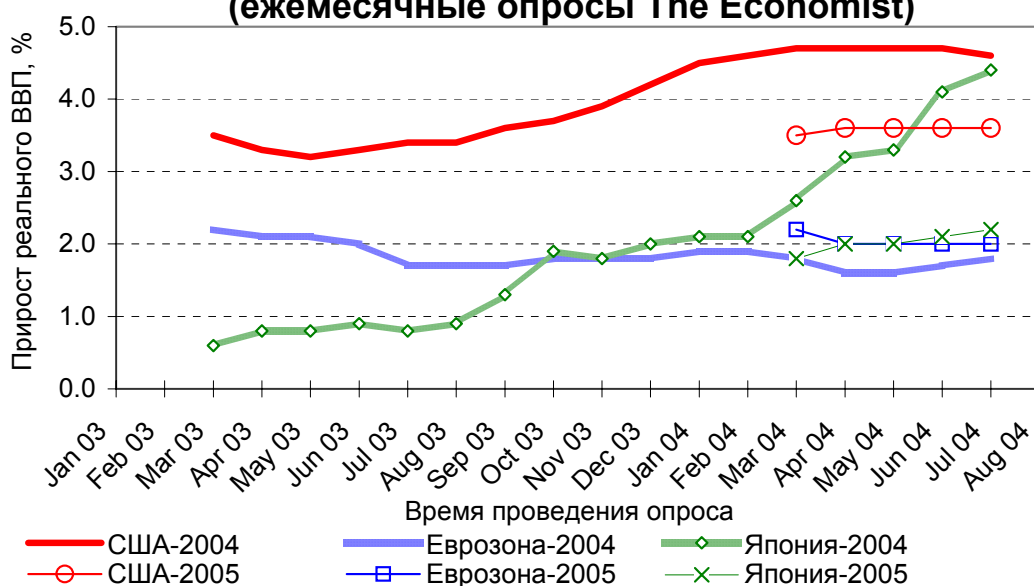
Источник: Банк России, расчеты Центра развития

Перспективы денежно-кредитной сферы в 2005 г.

Несомненно, что и в следующем году ситуация в денежной сфере в России, в первую очередь, будет определяться состоянием ее платежного баланса, а точнее тем, на сколько возрастут валютные резервы Банка России. В свою очередь основными переменными платежного баланса, потенциально подверженными сильным колебаниям, в будущем году будут являться динамика нефтяных цен и оттока капитала. В отношении динамики валютных резервов в 2005 году позиция Банка России (прирост почти на 18 млрд.долл.) нам кажется излишне оптимистичной в сложившихся условиях. На наш взгляд такой сценарий возможен, но только при существенных изменениях в экономическом климате в России, которые радикально изменят состояние счета капиталов платежного баланса.

По нашим оценкам, в будущем году наиболее вероятно сохранение цен на нефть в пределах 29-30 долл./барр., что близко к прогнозу Банка России - 28 долл./барр. на 2005 г. При этом угроза падения цен ниже 22 долл./барр., по нашим оценкам, маловероятна в виду сохраняющихся высоких темпов роста мировой экономики и, в первую очередь, США. Недавний Консенсус-прогноз, рассчитанный по опросу агентства Reuters, хотя и уменьшил на 0,3-0,5 пункта основные показатели относительно более ранних прогнозов (3,5-3,7%), не предполагает существенного замедления роста ВВП в США. Прогноз темпов роста ВВП в странах Еврозоны и Японии и, напротив, вырос (до 2,1 и 2,2% соответственно).

Консенсус-прогнозы ВВП (ежемесячные опросы The Economist)



Снижение цен на нефть до 22,5 долл./барр. в 2005 г. означает резкое сокращение спроса (как, например, это было в 2001 г. на фоне рецессии в США и ряде развитых стран), либо резкое увеличение предложения (потенциально – только за счет Ирака). В ближайший год-два с нашей точки зрения такое развитие событий маловероятно. Это означает, что, в целом, цены на основные российские экспортные товары будут близки к уровням текущего года, следовательно, наиболее правильно ожидать сохранения стоимостного объема экспорта товаров и услуг из России в будущем году на уровне текущего года (180-190 млрд.долл.).

Прогноз российского импорта Банком России, на наш взгляд, является заниженным. В последние три года совокупный импорт ежегодно растет на 22-25%, в том числе за счет инвестиционного импорта, который связан с притоком капитала нерезидентов. По нашему мнению, эта тенденция стала настолько мощной и устойчивой, что, учитывая опыт других стран, не следует ожидать ее значительного перелома в отсутствие серьезных потрясений в российской финансовой системе. В этих условиях, с нашей точки зрения, в качестве базового необходимо рассматривать сценарий, в котором темпы роста импорта остаются теми же, что и в текущем году. В таком случае, по нашим оценкам, можно ожидать сокращения торгового сальдо товаров и услуг в будущем году на 20-25 млрд. долл., до уровня около 36-38 млрд. долл., а сальдо счета текущих операций может сократиться с почти 49 млрд. долл. в 2004 г. до 21-26 млрд. долл. в будущем году. Это еще не нарушит стабильности платежного баланса, но, безусловно, подведет его к границе устойчивости.

Сценарии развития экономики в 2004 – 2005 гг.

	2004	2005		
		ЦР*		ЦБ (Сценарий 3)
		Сценарий 1*	Сценарий 2	
Цена на нефть, долл. за барр.	32-33	28,0	28,0	28,0
ВВП, %	7,0-7,2	105,6	106,9	106,3
Валютный курс, руб. за долл.**	29,45	31,80	30,90	***
Реальный эффективный валютный курс, темп роста, %**	8,1	3,0	5,0	8,0
Инфляция, %	10,5-11,0	10,5-11,0	9,0-9,5	7,5-8,5
Расходы бюджета**, млрд. руб.	5427	6300	6400	н.д.
Резервные деньги, темп роста, %	24-29	5	17	н.д.
Денежная масса, темп роста, %	30-32	22	25	20-30
Наличные деньги, темп роста, %	27-29	22	23	24

*сценарий 1 предполагает более быстрые темпы роста импорта (20% - на уровне последних трех лет).

**оценка при стабильном курсе евро на уровне 1.2 евро за долл.

***Банк России не дает оценок курса рубля и разбивки укрепления рубля по сценариям. Можно предположить, однако, что в сценарии 3 при максимальном укреплении реального эффективного курса рубля в 8% и стабильном курсе евро курс рубля к доллару номинальный курс рубля к доллару практически не изменится (29.5 руб. за долл.), а при укреплении евро до 1.15 номинальный курс рубля к доллару должен снизиться до 30.8 руб. за долл.

Платежный баланс в 2004 – 2005 гг.

	2004		2005		
	ЦР	ЦБ	ЦР		ЦБ (сценарий 3)
			Сценарий 1	Сценарий 2	
Счет текущих операций, млрд. дол.	49-52	42,7	23,2	36,7	34,6
Баланс товаров и услуг	60-63	54,3	37,1	55,5	43,9
экспорт	184-188*	180,6	189,5	189,4	185,4
импорт	-124-125	-126,4	-152,3**	-139,1	-141,6
Счет операций с капиталом, млрд. долл.	-29-31,1	-17,9	-26,4	-26,7	-16,7
Финансовый счет	-29-31,1	-16,7	-26,4	-26,7	-16,9
госсектор	-8,2	-8,2	-9,9	-9,9	-9,9
частный сектор	-20-22,9	-8,5	-16,5	-16,8	-7
Золотовалютные резервы Банка России на конец периода, млрд. долл.	95-100	101,8	91,9	105-110	119,7
Изменение	18-23	24,8	-3,2	10,0	17,9

* экспорт товаров в 2004 г. должен составить 165-168 млрд. долл. (против 160 млрд. долл. в официальном прогнозе), так как маловероятно, что нефтяные цены резко упадут к концу года;

** импорт товаров в 2005 г. в этом сценарии растет на 20% и достигает 111-112 млрд. долл.; в прогнозе МЭРиТ и Банка России рост импорта предусматривается на уровне 13%.

Неопределенность с динамикой оттока капитала из России, на наш взгляд, значительно выше. Хотя угрозы ускорения оттока капитала нет, значительное снижение оттока (до 7 млрд. долл. по оценке Банка России), на наш взгляд, маловероятно. При

сохранении тенденции к росту покупки наличной валюты населением, сформировавшейся в середине текущего года, вряд ли можно ожидать перелома этой тенденции в будущем году. Мы думаем, что возможно сохранение покупки наличной валюты в 2005 г. на уровне 3-4 млрд. долл. против ее продажи 4-5 млрд. долл. в прогнозе Банка России.

Таким образом, разница в прогнозе динамики счета капиталов приводит к существенным различиям в прогнозе динамики валютных резервов: 9-10 млрд. долл. в прогнозе Центра развития (сценарий 2) против ожидаемых Банком России 18 млрд. долл. Однако, нам представляется, что более в качестве базового сценария на будущий год следует рассматривать вариант с сохранением высокого темпа роста импорта, и в котором прирост валютных резервов будет близким к нулю (наши оценки показывают даже небольшое сокращение уровня валютных резервов³).

Картина развития денежного сектора в 2005 году, нарисованная Банком России, выглядит очень красиво: прирост валютных резервов на 18 млрд.долл. приведет к росту денежного предложения на 550 млрд.руб. (18%), что, при росте Стабилизационного фонда на 250-300 млрд.рублей в будущем году, оставляет достаточный объем ликвидности для поддержания роста экономики. Если же принять в качестве более вероятного прирост валютных резервов в 2005 г. в пределах 10 млрд.долл., то весь прирост денежного предложения в следующем году будет поглощен Стабилизационным фондом. Несомненно, такой сценарий представляет серьезную угрозу для роста российской экономики. К сожалению, Банк России оставляет этот сценарий и сопутствующие ему угрозы вне зоны своего внимания.

Еще одной проблемой, которая будет играть роль фактора неопределенности в будущем году, является снова бюджетная политика расходов и позиция правительства по отношению к дальнейшей роли Стабилизационного фонда. Главный вопрос, влияющий на прогнозирование денежной ситуации в России в следующем году: будет ли правительство по-прежнему наращивать объем Стабилизационного фонда или власти пойдут на наращивание бюджетных расходов? Очевидно, что данный вопрос находится вне компетенции Банка России, но любой ответ на него, который будет дан в ходе утверждения бюджета на 2005 г., должен будет найти свое отражение в окончательной редакции Основных направлений.

В предстоящем году, Банку России будет крайне тяжело выдержать свои планы по снижению инфляции в силу сформировавшейся тенденции к закручиванию спирали

инфляции издержек (под воздействием давления на цены внешних факторов, ускорения темпов роста цен на сырье и приостановки замедления роста цен естественных монополий). По нашим оценкам, снижение инфляции ниже 9% в следующем году будет крайне затруднительно.

Мероприятия по совершенствованию банковской системы и банковского надзора

Предполагаемый Банком России комплекс мероприятий по совершенствованию банковской системы носит в основном рутинный характер, направленный на совершенствование уже имеющихся механизмов и серьезных изменений в банковскую деятельность, по нашему мнению, не внесет. Это можно понять, поскольку основным документом, определяющим задачи Банка России в области совершенствования банковской системы и банковского надзора в 2005 г., остается «Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации». Главной своей задачей на 2005 год Банк России считает формирование эффективной системы страхования банковских вкладов, хотя основные мероприятия по ее созданию должны быть осуществлены в 2004 г. С системой страхования, в частности, увязывается система мер, направленная на развитие содержательного надзора (то есть на повышение роли качественного суждения при инспектировании банков), а также совершенствование оценки финансовой устойчивости кредитных организаций. По нашему мнению, мероприятия по развитию пруденциального банковского надзора не должны зависеть от скорости создания системы страхования вкладов, так как задача повышения финансовой устойчивости банковской системы не сводится только к обеспечению сохранности вкладов населения.

В числе основных задач Банка России не упоминается переход российских банков на МСФО, хотя обещания осуществить этот шаг звучат из уст руководителей Банка России более двух лет. Между тем, в 2005 г. многие банки впервые будут составлять отчетность по данным стандартам и очевидно будут нуждаться в методическом и практическом содействии со стороны Банка России. Кроме того, практическая реализация перехода на МСФО вероятно вызовет необходимость пересмотра ряда действующих нормативных актов Банка России. Поскольку именно 2005 г. станет первым годом полномасштабного применения МСФО в российской банковской системе мы считаем осуществление контроля над этим процессом одной из приоритетных задач Банка России.

³ Динамика валютных резервов в будущем году подвержена также «риск» принятия правительством решения о досрочном погашении части внешнего долга, что повысит спрос Минфина на валюту и увеличит отрицательное сальдо счета капиталов в части операций госсектора.

По-прежнему Банк России обходит молчанием проблему реформирования архаичной платежной системы, хотя на эти цели тратится существенная часть его инвестиционного бюджета. Нет в представленном документе и предложений по совершенствованию организационной структуры самого Банка России (за исключением развития системы кураторства). Между тем, по нашему мнению, Банк России обладает избыточной региональной структурой, поскольку имеет свои главные территориальные управления даже в субъектах федерации, в которых зарегистрированы лишь несколько кредитных организаций. В этой связи целесообразно было бы рассмотреть вопрос об укрупнении территориальных органов Банка России.