

Об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год»

В.Е. Маневич

Доктор экономических наук

Бизнес и банки, 2007, № 7

Основные принципы денежно-кредитной политики Центрального банка

По уже установившейся традиции, ЦБ намечает основные параметры своей денежной политики в зависимости от различных, возможных вариантов динамики мировых цен на энергоносители. При этом прогнозные сценарии ЦБ строятся по весьма несложной схеме: чем выше мировые цены на нефть, тем больше активное сальдо торгового и платежного баланса, и тем больше должен быть прирост валютных резервов. Финансирование роста валютных резервов не только поглощает эмиссионный ресурс ЦБ, но требует также формирования бюджетного профицита и привлечения средств коммерческих банков на счета в ЦБ.

Для привлечения средств коммерческих банков ЦБ поддерживает достаточно высокую ставку процента по депозитным операциям и облигациям Банка России. Дальнейшее повышение ставок по депозитным операциям ЦБ сдерживается лишь угрозой притока иностранного спекулятивного капитала, который будет оказывать давление на валютный рынок, что потребует новых интервенций ЦБ для предотвращения укрепления рубля.

В то же время ЦБ сохраняет высокую ставку процента по операциям рефинансирования. Практически пополнение ликвидности за счет эмиссионного ресурса ЦБ остается недоступным для огромного большинства банков, и изменений в этом отношении не предвидится. Правда, в «Основных направлениях» говорится, что ЦБ будет активизировать процентную политику по мере сокращения зависимости денежного предложения от внутреннего валютного рынка¹. Однако сокращения этой зависимости не предполагает ни один из вариантов прогноза ЦБ. Расширение доступа банков к рефинансированию (причем, крайне незначительное) предполагается лишь по первому варианту прогноза, согласно которому в 2007 году произойдет существенное снижение мировых цен на нефть и сокращение активного сальдо платежного баланса. Но и по этому варианту прогноза продолжится накопление валютных резервов, сохранится профицит федерального бюджета, а эмиссионный ресурс Центрального банка будет почти целиком поглощаться валютными операциями.

На деле расширение или ограничение рефинансирования банковской системы авторы доклада ЦБ связывают не с внутренними потребностями экономики в кредитах и ликвидности, а исключительно с внешнеэкономической ситуацией, с задачей стерилизации избыточного предложения иностранной валюты. Однако в качестве одного из аргументов в пользу рестрикции ресурсов банковской системы они выдвигают утверждение, согласно которому банки в настоящее время работают в условиях избыточной ликвидности. Заметим, что лейтмотивом заявлений Ассоциации российских банков и отдельных представителей банковского сообщества, напротив, является настойчивое требование расширения рефинансирования, использования эмиссионного ресурса ЦБ не только для поддержания текущей ликвидности банков, но и в качестве ресурса кредитования нефинансового сектора.

¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики. Деньги и кредит, 2006, № 11, стр. 4.

Действительно ли банковская система работает в условиях избытка ликвидности, как утверждают авторы доклада ЦБ, или же в этом вопросе право банковское сообщество, требующее расширения рефинансирования? Об уровне ликвидности банковской системы можно судить по соотношению банковских резервов и кредитов, предоставленных банками нефинансовому сектору.

Данные, приведенные в табл. 1, свидетельствуют о явно выраженной тенденции к снижению ликвидности банковской системы в течение 2004-2006 годов. На 1 января 2004 года резервы составляли 27,7 процентов от суммы требований к нефинансовым частным организациям и населению, на 1 января 2005 года – 20,6 процентов, на 1 января 2006 года – 16,3 процентов, на 1 ноября 2006 года – 12,8 процентов. Можно констатировать, что за период 2004-2006 годов уровень ликвидности банковской системы снизился более чем в 2 раза.

Таблица 1. Банковские резервы и кредиты частному нефинансовому сектору

	Резервы Млн. руб.	Кредиты* Млн. руб.	Резервы в процентах от кредитов
1.01.2000	168 180	631 138	26,7
1.01.2001	310 781	969 412	32,1
1.01.2002	356 772	1 473 097	24,2
1.01.2003	471 563	1 915 107	24,6
1.01.2004	768 915	2 772 461	27,7
1.01.2005	847 418	4 108 955	20,6
1.01.2006	906 548	5 557 570	16,3
1.02.2006	762 560	5 615 605	13,6
1.03.2006	774 225	5 755 701	13,5
1.04.2006	795 819	5 960 786	13,4
1.05.2006	839 065	6 133 370	13,7
1.06.2006	1 149 076	6 286 416	18,2
1.07.2006	1 055 997	6 621 479	15,9
1.08.2006	1 016 965	6 896 717	14,7
1.09.2006	1 135 245	7 069 879	16,1
1.10.2006	1 088 215	7 317 439	14,9
1.11.2006	961 895	7 530 535	12,8

* Требования к нефинансовым частным организациям и населению
Источник: Бюллетень банковской статистики, 2006, № 12.

Таблица 2. Ставки межбанковских кредитов (сроком до 30 дней)

	2005	2006
Январь	1,5	3,1
Февраль	1,3	3,0
Март	1,3	3,2
Апрель	1,7	3,5
Май	3,0	2,4
Июнь	4,0	2,9
Июль	3,3	2,3
Август	2,6	2,5
Сентябрь	1,6	3,4
Октябрь	3,3	4,3

О снижении ликвидности банковской системы свидетельствует также динамика ставок процента на межбанковском рынке по краткосрочным кредитам. Как видно из табл. 2, ставки на межбанковском рынке в 2006 году, за исключением периода с мая по август, были значительно выше, чем в 2005.

На этом фоне утверждения авторов доклада ЦБ об избыточной ликвидности банковской системы представляются, мягко говоря, не убедительными. Непонятно, например, на какие данные опирается зам. Председателя ЦБ А. Улюкаев, когда говорит, что из-за активного торгового баланса в 2006 году «существовала высокая ликвидность банковского сектора. Следовательно, мы использовали инструменты, связанные со стерилизацией избыточного денежного предложения, и почти не использовали инструменты, связанные с рефинансированием»².

В 2007 году ЦБ предполагает еще интенсивнее «стерилизовать» ресурсы коммерческих банков, причем не только в связи с прогнозируемым активным сальдо торгового баланса, но также в связи с наплывом иностранного капитала. «Из-за притока капитала уровень ликвидности получает дополнительный толчок, и мы должны более активно применять свои инструменты»³, – бесстрастно констатирует г-н Улюкаев. Как это «более активное применение» инструментов изъятия банковских ресурсов скажется на экономике страны, по-видимому, не волнует руководство Центрального банка.

Резким диссонансом с заявлениями руководителей ЦБ звучат предложения Ассоциации российских банков: расширить рефинансирование, предоставить право рефинансирования территориальным учреждениям ЦБ, что сделает кредиты ЦБ доступными для региональных банков, включая средние и малые банки. В настоящее время из 1000 функционирующих банков 940 банков никогда не получали кредиты ЦБ. «Чтобы обеспечить рост инвестиций, – говорится в заявлении АРБ, – нужно не уменьшать ликвидность кредитных организаций, а, напротив, расширять ресурсную базу финансового сектора»⁴. С этим есть все основания согласиться.

Под процентной политикой ЦБ авторы «Основных направлений» имеют в виду исключительно регулирование ставок процента по операциям Центрального банка. Вопрос о динамике процентных ставок в банковской системе в целом в докладе вообще не рассматривается.

Между тем, именно через воздействие на динамику ставок процента по кредитам ЦБ может влиять на инвестиционную активность и экономический рост. Это положение неоднократно высказывалось в ходе обсуждения «Основных направлений» в периодической печати. Так, профессор О.И. Лаврушин подчеркивает, что в докладе ЦБ «слабо показано влияние монетарной политики на развитие экономики страны». Практически все внимание авторов доклада ЦБ сосредоточено на объеме денежного агрегата М2 и динамике валютного курса, тогда как «с материальным производством в наибольшей степени связаны такие показатели, как уровень ссудного процента и объем рефинансирования»⁵.

В докладе ЦБ содержится более чем спорное утверждение, согласно которому «действие стимулов к осуществлению инвестиций во внутреннюю экономику выразится (в 2007 году) в сохранении значительных объемов поступления иностранного капитала в частный сектор»⁶. Казалось бы, опыт последних лет с

² А. Улюкаев. Регулировать регулятора – это нонсенс. Национальный банковский журнал, ноябрь 2006, стр. 47.

³ А. Улюкаев. Регулировать регулятора – это нонсенс. Национальный банковский журнал, ноябрь 2006, стр. 48.

⁴ Национальный банковский журнал, ноябрь 2006, стр. 57.

⁵ О. Лаврушин. Проект без новаций. Национальный банковский журнал, ноябрь 2006, стр. 55.

⁶ Деньги и кредит, 2006, № 11, стр. 17.

предельной очевидностью свидетельствует о том, что приток иностранного капитала оказывает минимальное влияние на инвестиции, и максимальное воздействие на валютный рынок. Для стимулирования инвестиций необходимо снижение ставок процента, расширение ресурсной базы банков, а не приток внешних заимствований. Но это не вписывается в политику, проводимую ЦБ. Авторам доклада остается утверждать, вопреки фактам, что именно приток иностранного капитала способен «стимулировать» рост внутренних инвестиций.

Официальная ставка рефинансирования ЦБ не только выше ставок межбанковского кредита, но и выше ставок по кредитам конечным заемщикам. Поскольку для огромного большинства банков рефинансирование недоступно, влияние ставки рефинансирования на динамику ссудного процента крайне незначительно, и влияние это скорее негативное, чем позитивное.

Расширение объема рефинансирования, на котором настаивает банковское сообщество, предполагает увеличение общих объемов эмиссии Центрального банка. Однако, как отмечает О. Солнцев, вслед за расширением рефинансирования последует рост внутреннего кредита и сокращение внешних заимствований. В результате сократится приток иностранной валюты, Центральный банк сможет значительную часть эмиссионного ресурса использовать не для покупки иностранной валюты, а для рефинансирования коммерческих банков. «Возможное краткосрочное увеличение общих объемов эмиссии в период становления системы доступного рефинансирования, – пишет Солнцев, – может быть предотвращено за счет превентивных мер, ограничивающих спрос на внешние займы. Этому способствует, например, повышения резервирования по обязательствам банков перед банками-нерезидентами»⁷.

Нам представляется, что мера, предлагаемая Солнцевым, может оказаться недостаточной, поскольку основными заемщиками на внешнем кредитном рынке являются нефинансовые корпорации (а не банки), в том числе, – корпорации, контролируемые государством. Поэтому для ограничения внешних заимствований нужна, прежде всего, политическая воля и соответствующие решения правительства.

Политика, проводимая ЦБ в настоящее время, подчинена прямо противоположной логике: приток иностранного капитала увеличивает избыточное предложение иностранной валюты, чтобы снять это избыточное предложение ЦБ «стерилизует» ресурсы отечественных банков. В результате расширяется ниша для иностранного капитала, растут внешние заимствования корпораций, требуются еще большие усилия для «стерилизации» избыточного предложения иностранной валюты. Рост внешней задолженности и ограничение внутреннего кредита носит не затухающий, а кумулятивный характер.

Правительство научилось изымать в бюджет значительную часть валютной выручки с помощью налоговых, рентных и таможенных платежей (другой вопрос – должны ли эти ресурсы оседать мертвым грузом в стабилизационном фонде), что, казалось бы, должно высвободить эмиссионный ресурс Центрального банка для поддержки внутреннего кредита. Однако этого не происходит именно в силу процентной политики ЦБ, которая стимулирует приток иностранного капитала, порождающий избыточное предложение иностранной валюты.

Для того чтобы переломить ситуацию, нужен коренной пересмотр проводимой ЦБ денежно-кредитной политики, однако в «Основных направлениях», напротив, декларируется неизменность проводимого курса. «В 2007 году и в период до 2009 года в основном будут использоваться принципы единой государственной денежно-кредитной политики, сформировавшиеся в последние два года, – говорится в докладе

⁷ О. Солнцев. Жизнь по инерции. Национальный банковский журнал, ноябрь 2006, стр. 54.

ЦБ. – Это связано с тем, что не ожидается значительных изменений в условиях ее проведения»⁸. Правильнее было бы сказать так: *именно потому, что значительных изменений в общей ситуации не ожидается, необходим пересмотр проводимой ЦБ денежно-кредитной политики.*

Мировые цены на энергоносители и динамика ВВП

Правительство и ЦБ в своих прогнозах связывают с динамикой мировых цен на нефть не только прирост валютных резервов, но и динамику валового внутреннего продукта, конечного потребления и валового накопления. Вполне очевидным является влияние экспортных цен на нефть на сальдо торгового баланса, приток иностранной валюты, привлечение банковской ликвидности на счета в ЦБ, профицит федерального бюджета. Однако утверждение авторов доклада, согласно которому от мировых цен на нефть зависит динамика внутреннего потребительского и инвестиционного спроса, и, в целом, темпы роста валового внутреннего продукта, требует некоторого разъяснения. Зависимость динамики ВВП от мировых цен на энергоносители не представляется столь же очевидной, как, например, зависимость валютных резервов от активного сальдо торгового баланса. На этом непростом вопросе необходимо остановится несколько подробнее.

Если последствия сокращения или увеличения экспортной выручки исчерпываются замедлением или ускорением роста валютных резервов, тогда цены на нефть никак не повлияют на внутренний спрос и темпы роста ВВП. Правда, определенное влияние на динамику внутреннего спроса может оказать увеличение или уменьшение денежного предложения, связанного с монетизацией иностранной валюты. Но нет никакой нужды привязывать предложение денег к чистому экспорту. Денежное предложение Центрального банка может быть расширено путем предоставления кредитов коммерческим банкам (рефинансирование) или правительству.

Рост экспортных цен на нефть может влиять на динамику внутреннего потребления лишь в той мере, в какой экспортная выручка используется для финансирования импорта. Рост цен на энергоносители и металлы, существенно опережающий повышение цен на импортируемые товары, обеспечивает более выгодный обмен с остальным миром, и, тем самым, способствует увеличению ВВП в реальном выражении, ибо прежнее или даже меньшее количество экспортируемых товаров обменивается на большее количество потребительских и инвестиционных товаров. Следовательно, благодаря экспортно-импортным операциям увеличивается в реальном выражении конечное потребление и инвестиции. Но это происходит лишь в той степени, в какой (а) выручка от экспорта используется для импорта, и (б) импорт не замещает внутреннее производство и не сдерживает его рост.

Итак, *в условиях опережающего роста цен экспорта относительно цен импорта*, чем меньшая часть экспортной выручки вывозится за границу или поглощается официальными валютными резервами, и чем большая ее часть используется для импорта инвестиционных и потребительских товаров, тем выше уровень потребления и инвестиций в реальном выражении.

Вместе с тем, важно отметить, что рост импорта может создавать конкуренцию для внутреннего производства. Проблема заключается в том, чтобы импорт дополнял, а не замещал внутреннее производство. Поэтому чрезвычайно важно, чтобы значительная часть экспортной выручки передавалась в бюджет посредством налоговых, рентных и таможенных платежей, и использовалась правительством для

⁸ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики. Деньги и кредит, 2006, №11, стр. 4.

централизованного импорта, не создающего острой конкуренции для внутреннего производства и не вызывающего сокращения спроса на отечественную продукцию. Чистому экспорту товаров и услуг *частным сектором* должен противостоять централизованный импорт, осуществляемый *правительством*.

Ускорение роста валового внутреннего продукта *в условиях уравновешенного торгового баланса* по сравнению с ростом ВВП *в условиях активного торговым баланса* (в случае, если не происходит вытеснения внутреннего производства импортом) определяются разницей в динамике цен на экспортируемые и импортируемые товары. Импорт стимулируется укреплением курса рубля, но выгоду от импорта страна в целом (а не отдельные импортеры) получает благодаря расхождению в динамике цен экспортируемых и импортируемых товаров.

Нам могут возразить, что импорт быстро растет и в настоящее время, причем рост импорта замедляет рост внутреннего производства. Это действительно так. Однако нужно иметь в виду, что нынешний рост импорта вызывается укреплением рубля, которое снижает конкурентоспособность отечественной продукции. Рост централизованного импорта в сочетании с ограничением притока иностранного капитала будет снимать с рынка избыточное предложение иностранной валюты и ослабит давление на курс рубля.

Темпы роста конечного потребления и валового накопления уже в течение ряда лет опережают темпы роста валового внутреннего продукта. Это возможно лишь в результате повышения эффективности внешней торговли: значительно большему росту цен экспорта, чем импорта. (Соотношение цен экспорта и цен импорта носит в мировой литературе название *коэффициента внешней торговли, terms-of-trade*). Приведем соответствующие расчеты, позволяющие дать количественное измерение влияния цен внешней торговли (экспорта и импорта) на динамику валового внутреннего продукта, конечного потребления и валового накопления.

Таблица 3. Использование импортных товаров и услуг*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Импорт товаров и услуг, всего, млрд. руб.	1 169	1 702	2 089	2 544	3 042	3 774	4 655
Промежуточное потребление импортных товаров и услуг, в процентах от импорта	39,7	38,5	37,4	34,9	36,9	37	37
Промежуточное потребление импортных товаров и услуг, млрд. руб.	464	656	782	887	1 122	1 396	1 722
Использование импортных товаров и услуг для конечного потребления и валового накопления	705	1 046	1 307	1 657	1 920	2 378	2 933

* Данные о промежуточном потреблении товаров и услуг за 1999-2003 годы представлены в системе таблиц «Затраты - выпуск». (Издания Федеральной службы государственной статистики, 2002-2006 годы). За 2004-2005 год мы условно принимаем, что доля промежуточного потребления импортных товаров и услуг в совокупном объеме импорта составляет 37%, и получаем приблизительную оценку импорта, используемого для промежуточного потребления и для конечного потребления и накопления капитала. Цифры, принимаемые нами условно, даны курсивом.

Прежде всего, нужно определить совокупную стоимость импортных товаров, используемых для конечного потребления и валового накопления. Для этого из общей суммы импорта мы вычитаем стоимость импортных товаров, используемых для промежуточного потребления, т.е. стоимость импортируемого сырья, материалов, полуфабрикатов и т.д. Соответствующий расчет за 1999-2005 гг. представлен в табл. 3. Данными, необходимыми для аналогичного расчета за 2006 год, мы не располагаем.

В номинальном выражении использование импортных товаров для конечного потребления и валового накопления выросло в 2005 году на 23 процента. Индекс цен импортируемых товаров составил в 2005 году 105,3%. Следовательно, в реальном выражении использование импортных товаров увеличилось на 117,1%.

Зная темп роста конечного потребления и валового накопления в целом, и темп роста использования импортных товаров для конечного потребления и валового накопления, нетрудно вычислить темп роста и абсолютную величину использования на эти цели отечественных товаров. Соответствующие расчеты приведены в табл. 4.

Таблица 4. Динамика конечного потребления и валового накопления в 2005 году

	2004	2005	2005 в процентах к 2004		
			Н*.	Р**.	И.***
ВВП	16 966	21 598	127,3	106,4	119,6
Конечное потребление и валовое накопление	14 646	18 454	126,0	109,3	115,3
Использование отечественных товаров и услуг для конечного потребления и валового накопления	12 268	15 521	126,5	108,2	116,9
Использование импортных товаров и услуг для конечного потребления и валового накопления	2 378	2 933	123,3	117,1	105,3

* В номинальном выражении

** В реальном выражении

*** Индекс-дефлятор

Теперь рассмотрим условный пример, в котором мы принимаем, что в 2005 году вся экспортная выручка используется для финансирования импорта, и, следовательно, чистый экспорт равен нулю. В этом случае валовой внутренний продукт равен сумме конечного потребления и валового накопления. Мы постараемся определить, каким был бы в 2005 году темп роста валового внутреннего продукта, если бы, *при прочих неизменных условиях*, импорт был равен экспорту, т.е. 7 588 млрд. руб. Соответствующие расчеты приведены в табл. 5.

Мы допускаем при этом, что промежуточное потребление импортных товаров остается прежним (1722 млрд. рублей). Тогда использование импортных товаров для конечного потребления и валового накопления составит в 2005 году 5 866 млрд. руб. (против 2 378 млрд. руб. в 2004 году), т.е. возрастет на 246,7%.

Индекс цен импортных товаров составил в 2005 году 105,3%. Следовательно, рост импорта в реальном выражении, использованного для конечного потребления и валового накопления, составляет в нашем условном примере 234,3%.

Мы принимаем, далее, что использование отечественных товаров для конечного потребления и валового накопления останется прежним – 15 521 млрд. руб. Однако общая сумма конечного потребления и валового накопления теперь существенно возрастет и будет равна 21 387 млрд. руб., т.е. валовому внутреннему продукту (без статистического расхождения).

**Таблица 5. Условный пример: в 2005 году импорт равен экспорту
(7 588 млрд. руб.)**

	2004	2005	2005 в процентах к 2004		
			Н*.	Р**.	И.***
Использование импортных товаров и услуг для конечного потребления и валового накопления	2 378	5 866	246,7	234,3	105,3
Использование отечественных товаров и услуг для конечного потребления и валового накопления	12 268	15 521	126,5	108,2	116,9
Конечное потребление и валовое накопление (= ВВП)	14 646	21 387	146,0	136,8	106,7

* В номинальном выражении

** В реальном выражении

*** Индекс-дефлятор

В *номинальном выражении* валовой внутренний продукт в нашем условном примере остается прежним. Однако в *реальном выражении* валовой внутренний продукт существенно возрастает вследствие различий в индексах цен отечественных товаров, потребляемых внутри страны, импортных товаров и товаров, идущих на экспорт.

Удельные веса импортных и отечественных товаров в общей сумме конечного потребления и валового накопления в нашем условном примере существенно изменяются по сравнению с фактическими данными. Доля импорта возрастает с 25,2% до 35,5%. Доля отечественных товаров (при сохранении прежнего объема) снижается с 74,8% до 64,5%. Соответственно, изменится их влияние на общий рост потребления и накопления.

Общий темп роста потребления и накопления в реальном измерении, мы вычисляем как среднюю величину из темпа роста использования отечественных товаров и темпа роста использования импортных товаров, взвешенных по их удельному весу (64,5 и 35,5% соответственно). В результате мы получаем, что темп роста потребления и накопления (который теперь равен темпу роста ВВП) составит 136,8%.

Итак, в 2005 году отказ от чистого экспорта (достижение равновесия баланса товаров и услуг) привел бы к росту конечного потребления и валового накопления в реальном выражении не на 109,6, а на 136,8%.

Соответственно темп роста ВВП в реальном выражении составил бы не 106,4%, а 136,8%. При этом темп роста ВВП в реальном выражении был бы существенно ближе к темпу роста ВВП в номинальном выражении, не смотря на значительное повышение, как внутренних цен, так и цен экспорта.

Это – вполне объяснимый статистический парадокс. Поскольку импорт оплачивается за счет экспорта, значительное опережение цен экспорта по сравнению с ценами импорта создает эффект снижения цен на импортные товары для страны в целом (но не для каждого импортера в отдельности, если этот импортер не является в то же время экспортером тех товаров, цены которых растут опережающими темпами). Если импортные товары составят достаточно значительную долю товаров, используемых для потребления и накопления, эффект снижения импортных цен распространится на экономику в целом, вызывая снижение индекса-дефлятора ВВП или существенное ослабление его роста.

В 2006 году разрыв между темпами повышения экспортных и импортных цен был еще более значительным, чем в 2005. Следовательно, еще большими были потенциальные темпы роста, не реализованные из-за активного сальдо торгового баланса, вывоза капитала и накопления валютных резервов.

Конечно, такие темпы роста (130-140%) *даже теоретически* возможны лишь в течение одного года, когда произойдет гипотетический, единовременный отказ от чистого экспорта и выравнивание торгового баланса. Если в дальнейшем экономика из года в год будет развиваться в условиях уравновешенного торгового баланса, темпы роста, понятно, снизятся. Но это будет рост от качественно другой исходной базы.

Итак, рост цен на нефть увеличивает конечное потребление и валовое накопление в реальном выражении в той мере, в какой выручка от экспорта используется для финансирования импорта. Только в этом случае расхождение динамики цен экспорта и импорта обеспечивает опережающий рост потребления и накопления по сравнению с ростом ВВП.

Политика активного сальдо торгового баланса, наращивания валютных резервов и бюджетного профицита, *особенно в условиях опережающего роста экспортных цен*, абсурдна и невежественна, она наносит трудно поправимый ущерб, как ныне живущему поколению, так и будущим поколениям.

Поскольку в представленных вариантах прогноза ЦБ рост цен на нефть ведет, прежде всего, к росту валютных резервов, темпы роста ВВП существенно не изменяются. Они колеблются в пределах 5-6%. В то же время, прогнозируемый прирост валютных резервов изменяется от 48 до 143 млрд. долларов в зависимости от изменения мировых цен на нефть. Тем самым парализуется возможное благоприятное воздействие конъюнктуры мировых рынков на российскую экономику.

Официальная статистика, фиксирующая опережающий рост конечного потребления и валового накопления в реальном выражении по сравнению с ростом ВВП, вводит балансирующий показатель – «чистый экспорт в реальном выражении», который, из года в год, фиксирует *сокращение* реального чистого экспорта (см. Таблицу 6). Тем самым, якобы, получает объяснение опережающий рост конечного потребления и валового накопления.

Таблица 6. Динамика элементов использования ВВП в реальном выражении, в процентах к предшествующему году

	2002	2003	2004	2005	2006*
Валовой внутренний продукт	104,7	107,3	107,2	106,4	106,5
Расходы на конечное потребление	106,8	106,2	108,9	108,6	109,1
Валовое накопление	100,9	115,6	111,6	111,4	114,1
Чистый экспорт	95,9	96,3	89,7	86,6	88,0

* Первое полугодие 2006 года

Источники: Социально-экономическое положение России. 2004 № XII, 2005 № XII

Нам представляется, что такое «объяснение» ничего не объясняет. «Чистый экспорт в реальном выражении» – показатель условный, чтобы не сказать надуманный. По самой своей природе чистый экспорт – величина чисто стоимостная, какого-либо «товарного наполнения» она не имеет, поэтому не может иметь и «реального выражения». Этот показатель, по-видимому, вычисляется на основе общего индекса ВВП в реальном выражении и индексов потребления и накопления, взвешенных по их объему. В результате неизбежно получается величина, меньшая 100%, означающая сокращение чистого экспорта в реальном выражении. Но, учитывая, что чистый экспорт растет в стоимостном выражении (в долларах или в рублях), что, ни доллар, ни

рубль не обесценивается столь быстрыми темпами, чтобы объяснить сокращение чистого экспорта «в реальном выражении», приходится признать, что этот показатель не имеет реального смысла.

Спрос на деньги и денежное предложение Центрального банка

Теперь перейдем собственно к денежной политике, которую ЦБ проводит в настоящее время и предполагает проводить в обозримом будущем.

Намечаемые в докладе ЦБ темпы роста денежной базы (так же, как профицит бюджета и ликвидность банковской системы) не просто *зависят* от прироста валютных резервов, они *подчинены* единственной задаче – финансированию прироста валютных резервов, при полном пренебрежении к последствиям для экономики страны. ЦБ прогнозирует расширение денежной базы в зависимости от роста мировых цен на нефть и активного сальдо платежного баланса. По первому варианту прогноза ЦБ (снижение мировых цен на нефть) намечается прирост денежной базы на 487 млрд. рублей, по четвертому варианту (значительное повышение цен на нефть) прирост денежной базы должен составить 733 млрд. рублей

Нужно признать, что изменение динамики денежной базы в зависимости от цен на нефть в прогнозах ЦБ все же относительно ограничено, по сравнению с предполагаемым ростом профицита федерального бюджета и изъятием ликвидности коммерческих банков. По первому варианту прогноза предусматривается профицит федерального бюджета (прирост средств федерального правительства на счетах в ЦБ) в размере 859 млрд. руб., по четвертому варианту – в размере 2 818 млрд. руб. По первому варианту прогноза предполагается некоторый чистый кредит коммерческим банкам. Четвертый вариант прогноза предполагает абсорбцию Центральным банком средств коммерческих банков в размере 148 млрд. руб.

В своих прогнозах денежного предложения ЦБ исходит из ориентировочных оценок спроса на деньги, точнее – спроса на денежный агрегат М2. Между тем, агрегат М2 включает качественно разнородные составляющие: во-первых, деньги, обслуживающие текущие трансакции (наличные и счета до востребования), во-вторых, деньги, представляющие собой сбережения, и приносящие определенный процентный доход – срочные депозиты. Динамика той и другой составляющей агрегата М2 определяется качественно различными факторами, отнюдь не только динамикой денежной базы, управляемой Центральным банком. Поэтому прогнозирование изменений агрегата М2 вряд ли может быть точным, и вряд ли имеет определенный экономический смысл.

Как нам представляется, следует рассматривать отдельно, во-первых, спрос на деньги, непосредственно обслуживающие трансакции, и, во-вторых, спрос на деньги, как средство сбережения. Деньги, обслуживающие трансакции, представлены в таблице «Денежный обзор» (Бюллетень банковской статистики) агрегатом «Деньги». Деньги, представляющие собой сбережения – агрегатом «Квазиденьги», включающим срочные депозиты и депозиты в иностранной валюте. Рассмотрим сначала спрос на деньги, обслуживающие трансакции.

Мы принимаем, что совокупный объем трансакций равен той части выпуска продукции, которая оплачивается в деньгах. Разумеется, это допущение не вполне точно, во-первых, потому что произведенная продукция в процессе реализации может проходить через ряд звеньев, во-вторых, потому что часть денег обслуживает операции не на рынке товаров, а на рынках активов, недвижимости и т.д. Тем не менее, за ряд последних лет наблюдается практически полное совпадение динамики агрегата «Деньги» и динамики продукции, оплаченной в деньгах (см. табл. 7).

Таблица 7.

	2002	2003	2004	2005
Агрегат «Деньги»* (млрд. руб.)	1 498	2 182	2 848	3 859
Выпуск продукции (млрд. руб.)	20 230	24 903	31 387	40 119
Доля продукции, оплаченной в деньгах (в % от выпуска)	81,9	85,8	88,9	94,0
Продукция, оплаченная в деньгах (млрд. руб.)	16 568	21 367	27 903	37 712
Динамика продукции, оплаченной в деньгах**	125,9	129,0	130,6	135,2
Динамика агрегата «Деньги»**	125,6	145,6	130,6	135,4

* Агрегат «Деньги» по методологии Денежного обзора.

** В процентах к предыдущему году.

В 1999–2001 годах оплата продукции в рублях опережала увеличение количества денег (данные за 1999-2001 год в таблице не представлены). По-видимому, это было связано с тем, что в эти годы спрос на деньги для трансакций частично удовлетворялся за счет части денег, которая перетекала из финансового сектора в реальный сектор. В 2002, 2004 и 2005 количество денег растет в точном соответствии с ростом выпуска, оплаченного в рублях. Исключение составляет 2003 год, когда количество денег росло быстрее, чем продукция, оплаченная в рублях. Возможно, это, отчасти, связано с начавшимся восстановлением рынка государственных облигаций, и отчасти – с повышением предпочтения ликвидности и замедлением обращения денег. В 2004 и 2005 годах количество денег растет в точном соответствии с объемом продукции, оплачиваемой в рублях. Отсюда можно сделать вывод, что количество денег, обслуживающих трансакции, определяется потребностями хозяйственного оборота, а тенденция к повышению предпочтения ликвидности на рассматриваемом отрезке времени, в целом, не наблюдается.

Было бы неверно приписывать соответствие динамики агрегата «деньги» и динамики продукции, оплаченной в деньгах, филигранным прогнозам Центробанка. Прогнозы количества денег, содержащиеся в докладах Центробанка, включают широкий диапазон значений, и, тем не менее, всегда оказываются ошибочными. Точное соответствие количества денег и динамики трансакций достигается в результате спонтанных процессов, протекающих в реальном и банковском секторе, а именно, в результате мультипликации количества денег банками в соответствии со спросом реального сектора на средства для обслуживания трансакций.

Теперь рассмотрим динамику денег, представляющих собой сбережения, и не участвующих непосредственно в обслуживании текущих трансакций. Как с очевидностью вытекает из данных, приведенных в табл. 8, динамика квазиденег (срочных депозитов и депозитов в иностранной валюте) жестко корреспондирует с динамикой чистого накопления капитала.

Таблица 8. Денежные сбережения и чистое накопление капитала

	2002	2003	2004	2005
Агрегат «Квазиденьги» на конец года	1 361	1 780	2 450	3 363
Чистое накопление капитала	1 323	1 796	2 461	3 335

Данными о *чистом* накоплении капитала за 2006 год мы не располагаем, однако, исходя из динамики *валового* накопления капитала, можно предположить, тесная связь между количеством квазиденег и чистым накоплением капитала сохраняется и в 2006 году. Рост количества «квазиденег» в первом полугодии 2006 года (по сравнению с тем же периодом 2005 года) составил 133,2 процента, рост валового накопления в номинальном выражении – 128,1 процента. Темп роста *чистого* накопления капитала в течение предшествующих лет был выше темпа роста валового накопления, и, по-видимому, в 2006 году также не сильно отклонялся от темпа роста агрегата «Квазиденьги».

В целом, с 2002 года динамика агрегата «Деньги» (наличных и счетов и депозитов до востребования) соответствует динамике продукции в текущих ценах, оплаченной в деньгах, а динамика и количественное выражение агрегата «Квазиденьги» практически совпадают с чистым накоплением капитала.

На основании сказанного выше мы можем сделать следующие выводы:

1. Прироста количества денег как праздного актива не происходит. Деньги практически полностью заняты в текущем обороте.

2. Та часть внутренних сбережений, которая соответствует чистым инвестициям в реальный капитал, принимает форму срочных депозитов и депозитов в иностранной валюте (квазиденег).

3. Факторы, детерминирующие мультипликацию «денег» качественно отличаются от факторов, детерминирующих мультипликацию «квазиденег». Соответственно, качественно отличается характер зависимости между денежной базой и количеством «денег», с одной стороны, и денежной базой и количеством «квазиденег» – с другой. Формирование количества «денег» определяется потребностями хозяйственного оборота в средствах для обслуживания трансакций, формирование количества «квазиденег» определяется процессами сбережения и накопления капитала. Приблизительное определение «спроса на деньги» (на денежный агрегат M2), которое традиционно представлено в документах ЦБ, не имеет реального экономического смысла. Отсюда – постоянные расхождения (примерно в полтора раза) между целевыми ориентирами роста агрегата M2, принимаемыми в документах ЦБ, и реальными показателями.

Само по себе расширение денежной базы (если оно не связано с рефинансированием банков) вряд ли вызовет повышение спроса на деньги и мультипликацию денежной массы, потому что, как спрос на деньги, так и мультипликация денежной массы детерминируются процессами, протекающими в реальном секторе. Однако, жестко ограничивая денежное предложение, ЦБ может оказывать на эти процессы тормозящее воздействие.

Основным инструментом, посредством которого ЦБ может оказывать воздействие на процесс мультипликации количества денег, является процентная политика, от которой зависит инвестиционная активность и, следовательно, рост выпуска и совокупного дохода. Способствуя накоплению капитала путем расширения кредита коммерческим банкам и правительству, и снижения ставки процента, ЦБ, тем самым может способствовать расширению хозяйственного оборота и росту денежных сбережений и спроса на деньги для обслуживания трансакций.

Между тем, как уже говорилось, политика, проводимая ЦБ, скорее препятствует, чем способствует снижению ставок процента.