

Об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год»

В.Е. Маневич, Институт проблем рынка РАН

Бизнес и банки 2007 № 46

Аннотация

До недавнего времени активное сальдо торгового баланса, зависящее от цен на нефть, было основным фактором избыточного предложения иностранной валюты на внутреннем рынке, прироста валютных резервов, расширения денежной базы, бюджетного профицита и т.д. Однако в 2007 году ситуация изменилась: отчисления в стабилизационный фонд фактически сравнялись с активным сальдо счета текущих операций, или, возможно, превысили это сальдо. В результате ввоз капитала стал практически единственным фактором избыточного предложения иностранной валюты, расширения денежной базы и т.д. Денежная программа должна строиться на основе прогноза ввоза капитала, а не динамики цен на нефть.

Денежная программа ЦБ строится на определенном видении процессов, протекающих в сфере внешнеэкономических связей, денежного обращения и государственных финансов. Это видение можно кратко изложить следующим образом. Избыточное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке обусловлено, в основном, активным сальдо торгового баланса и, следовательно, зависит от динамики мировых цен на энергоносители. Однако импорт растет значительно быстрее экспорта, а цены на нефть, скорее всего, будут снижаться. В случае снижения мировых цен на нефть (которого Правительство и ЦБ ожидают уже не первый год) активное сальдо торгового баланса и счета текущих операций быстро уменьшится, и, возможно, сменится пассивным сальдо. Приток валюты сократится. В результате монетизация иностранной валюты перестанет быть единственным или основным каналом денежного предложения ЦБ, деньги будут вводиться в экономику посредством рефинансирования банков. Поскольку главным каналом денежного предложения станет рефинансирование банков, ЦБ сможет активизировать процентную политику. Кроме того, Центральный банк сможет отказаться от интервенций и перейти к режиму свободного плавления валютного курса рубля. Но все это при условии, что активное сальдо счета текущих операций резко сократится. До тех пор, пока этого не произошло, ЦБ будет проводить прежнюю политику: денежное предложение на основе монетизации иностранной валюты, изъятие банковской ликвидности, и, в согласии с Минфином – массивный профицит бюджета. Каких-либо активных действий для изменения ситуации программа ЦБ не намечает.

В печати неоднократно отмечалось, что ценовые прогнозы Правительства и Центрального банка не подтверждались в прошлом, и, вполне возможно, что не подтвердятся и в будущем. Но дело не только в этом. Для сегодняшнего момента

ошибочной является основная посылка программы ЦБ, согласно которой необходимость монетизации иностранной валюты, профицита бюджета, абсорбции банковской ликвидности, валютных интервенций для удержания курса рубля обусловлена именно активным сальдо торгового баланса, которое, понятно, зависит от динамики мировых цен. Эта посылка была, безусловно, верна для ситуации, существовавшей до 2004 года, т.е. до создания Стабилизационного фонда. В течение 2004-2006 годов ситуация постепенно менялась, и, наконец, в 2007 году наступил перелом, когда изложенное видение процессов в валютной, кредитно-денежной и финансовой сфере стало абсолютно неверным.

Экспортная выручка, изымаемая в Стабилизационный фонд, не поступает на валютный рынок и не оказывает давления на курс рубля. Она не монетизируется и не вызывает последующей необходимости в изъятии части денег из обращения, в частности, с помощью абсорбции банковской ликвидности и т.п. Хотя прирост Стабилизационного фонда является частью бюджетного профицита, однако давление на бюджет оказывает лишь тот приток иностранной валюты, который поступает на внутренний валютный рынок. Соответственно, повышение или понижение мировых цен на нефть, при неизменной цене отсечения, влияет только на величину Стабилизационного фонда, но не на предложение иностранной валюты на внутреннем рынке, объем монетизации валюты Центральным банком и т.д. (Вопрос о том, целесообразно ли замораживать огромные средства в Стабилизационном фонде, мы сейчас не рассматриваем.)

Не смотря на то, что значительная часть валютной выручки изымается в Стабилизационный фонд, давление избыточного предложения иностранной валюты не ослабевает, а усиливается, однако основным (а теперь, пожалуй, единственным) источником этого избыточного предложения становится ввоз иностранного капитала. Соответствующие данные приведены в таблицах 1 и 2.

Как видно из Таблицы 1, сальдо счета текущих операций за вычетом изъятий в Стабилизационный фонд в первом полугодии 2007 года свелось к незначительной величине, несопоставимой с общей суммой предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. Принимая во внимание, что во втором полугодии 2007 года Стабилизационный фонд быстро увеличивался, а сальдо счета текущих операций росло относительно медленными темпами (в силу опережающего роста импорта), мы можем сделать вполне реалистичное предположение, что по итогам 2007 года отчисления в Стабилизационный фонд превысят активное сальдо счета текущих операций. Это будет означать, что в экономике искусственно создана ситуация дефицита (пассивного

сальдо) текущих статей платежного баланса, для покрытия которого необходимо активное сальдо счета с капиталом. Изменения мировых цен на нефть (в сторону повышения или понижения) ничего не изменят в этой ситуации, изменятся только темпы прироста Стабилизационного фонда.

Таблица 1. Сальдо счета текущих операций и Стабилизационный фонд, млрд. долларов

	2004	2005	2006	2007, I полугодие
Сальдо счета текущих операций	60	84	96	39
Прирост Стабилизационного фонда	18	25	41	33
Сальдо счета текущих операций <i>минус</i> изъятия в стабилизационный фонд	42	59	55	6

Таблица 2. Предложение и спрос на иностранную валюту, млрд. долларов

	2004	2005	2006	2007, I полугодие
1. Сальдо счета текущих операций <i>минус</i> изъятия в стабилизационный фонд	42	59	55	6
2. Ввоз капитала	39	72	110	114
3. <i>Итого предложение иностранной валюты (1 + 2)</i>	81	131	165	120
4. Вывоз капитала	48	72	63	48
Привлеченные кредитные ресурсы (3 – 4)	33	59	102	72
Сальдо счета текущих операций за вычетом прироста Стабилизационного фонда в процентах от вывоза капитала	87,5	81,9	87,3	12,5

До 2004 года вывоз капитала, который все годы реформ был значительным, финансировался за счет активного сальдо торгового баланса. Ввоз капитала был обусловлен спросом на привлеченные, главным образом, кредитные ресурсы. Начиная с 2004 года, вывоз капитала стал несколько превышать активное сальдо счета текущих операций за вычетом прироста стабилизационного фонда. В 2004 году активное сальдо текущих статей покрывало 87,5% вывоза капитала, в 2005 – 81,9% и в 2006 – 87,3%. Это означало, во-первых, что часть (сначала – незначительная) вывоза капитала финансируется за счет ввоза капитала, во-вторых, что все избыточное предложение валюты на внутреннем рынке обусловлено ввозом капитала.

Однако в 2007 году ситуация резко меняется. Теперь за счет ввоза капитала не только формируется избыточное предложение валюты на внутреннем рынке, но покрывается основную часть вывоза капитала: активное сальдо счета текущих операций за вычетом прироста Стабфонда покрывает лишь 12,5% вывоза капитала. Во втором полугодии 2007 года, скорее всего, появился третий фактор спроса на импорт капитала: необходимость покрытия искусственно созданного дефицита счета текущих операций. При этом одновременно с ростом Стабилизационного фонда и валютных

резервов в целом, неизбежно, усиливается давление на бюджет (рост профицита сверх отчислений в Стабилизационный фонд) и на банковскую ликвидность.

Прирост валютных резервов далеко не исчерпывается перечислениями в Стабилизационный фонд. В I полугодии 2007 года валютные резервы выросли на 102 млрд. долларов, Стабилизационный фонд – на 33 млрд. долларов.

Прирост валютных резервов сверх Стабилизационного фонда финансируется из следующих источников: (1) денежное предложение Центрального банка, (2) излишек консолидированного бюджета, превышающий Стабилизационный фонд, (3) абсорбция банковской ликвидности на счетах и в облигациях ЦБ, (4) продажа Центральным банком облигаций правительства из своего портфеля. Мы сознательно употребили слово излишек (а не профицит) бюджета. Под излишком бюджета мы имеем виду сумму профицита и прироста внутреннего государственного долга. Прирост внутреннего государственного долга составляет 7-8% от излишка бюджета.

В экономической литературе и в документах ЦБ ввоз иностранного капитала объясняется исключительно спросом на кредитные ресурсы, обусловленный недостатком внутреннего кредита и разницей в ставках процента на внешнем и внутреннем финансовом рынке. Но так дело обстояло до 2004 года, до учреждения Стабилизационного фонда. В настоящий момент спрос на импорт капитала в российской экономике обусловлен, по-видимому, тремя факторами: во-первых, спросом на кредитные ресурсы, во-вторых, спросом на вывоз капитала, в-третьих, дефицитом счета текущих операций. Конечно, спрос на кредитные ресурсы существенно возрос с 2004 года, однако в еще большей степени вырос спрос на импорт капитала для его экспорта. Именно этим обстоятельством объясняется лавинообразный рост импорта капитала, начиная с 2004 года, т.е. со времени создания Стабилизационного фонда, в котором замораживается значительная часть экспортной выручки, а в настоящее время – практически все активное сальдо счета текущих операций.

Как видно из таблицы 2, в первом полугодии 2007 года спрос на кредитные ресурсы, в годовом исчислении, вырос по сравнению с 2006 годом в 1,4 раза, но ввоз капитала более чем удвоился. Это объясняется тем, что спрос на валюту для финансирования вывоза капитала в 2006 году составил 8 млрд. руб., а в первом полугодии 2007 – 42 млрд. руб. Во втором полугодии 2007 года, можно полагать, вывоз капитала полностью финансируется за счет его ввоза.

Приведем небольшой пример. В первом полугодии 2007 года ввоз капитала банками составил 38 млрд. долларов. За этот же период банки предоставили своим

клиентам кредиты в иностранной валюте на 9 млрд. долларов, другие активы банков, выраженные в иностранной валюте, выросли на 2 млрд. долларов. Очевидно, что оставшаяся сумма ввезенного банками иностранного капитала (27 млрд. долларов) могла быть продана на внутреннем валютном рынке, а покупателями ее явились, по-видимому, экспортеры капитала. Нужно отметить, что финансирование вывоза капитала за счет его ввоза обременят страну процентными платежами; по итогам 2006 года вывоз прибыли иностранных инвесторов составил около 40% от суммы ввезенного капитала. Активное сальдо счета текущих операций сокращается из года в год не только в результате роста импорта товаров и услуг, но и вследствие растущего вывоза прибыли иностранных кредиторов и инвесторов.

В 2006 и особенно в 2007 годах, одновременно с резким усилением ввоза капитала, качественно увеличивался объем сделок на внутреннем валютном рынке. Так, объем торгов долларом США в Единой торговой системе составил в январе 2006 года 29,9 млрд. долларов, в январе 2007 года – 35,2, в августе 2007 – 84,1 млрд. долларов. За период январь-август 2007 года объем торгов долларом США увеличился в 2,3 раза. Еще быстрее рос объем торгов евро, японской иеной, британским фунтом стерлингов. Этот ускоренный рост объема торгов иностранной валютой, как нам представляется, можно объяснить следующим образом: Вывоз капитала за границу, который в недалеком прошлом осуществлялся за счет экспортной выручки, в последние два года стал во все большей степени осуществляться при посредстве внутреннего валютного рынка, причем предложение валюты на этом рынке формируется во все большей степени за счет ввоза капитала.

Приведенные данные позволяют сделать два критически важных вывода. *Первый из этих выводов* заключается в том, что избыточное предложение иностранной валюты полностью обусловлено ввозом капитала, а не активным сальдо торгового баланса и счета текущих операций. Это означает, что денежная программа, построенная на прогнозах мировых цен на энергоносители, не имеет реального смысла. Для прогнозирования спроса и предложения иностранной валюты и разработки денежной программы необходим прогноз ввоза и вывоза капитала. Между тем, в докладе ЦБ такой прогноз практически отсутствует.

Согласно оценке, содержащейся в докладе, чистый ввоз капитала составит в 2007 году 70 млрд. долларов. Оценка явно занижена. В первом полугодии 2007 года чистый ввоз капитала частным сектором составил 66 млрд. долларов. Во втором полугодии чистый ввоз капитала, скорее всего, будет еще большим. Если в оценке, опережающей ход событий на несколько месяцев, ЦБ ошибается вдвое, то чего стоят его прогнозы на

2008-2010 годы? Чистый ввоз капитала, согласно прогнозу платежного баланса, приводимого в докладе ЦБ, должен составить 40 млрд. долларов в 2008, 45 – 2009, и 55 в 2010. На чем основаны эти цифры? Они, носят, очевидно, не прогнозный, а балансирующий характер. Если бы размеры ввоза капитала, указанные в прогнозе, как-либо соотносились с реальными цифрами за 2007 год, в любом варианте прогноза денежной программы пришлось показать фантастические размеры бюджетного профицита и изъятия банковской ликвидности. Цифра чистого ввоза капитала за 2007 год также, по-видимому, занижена вдвое не без умысла: трудно поставить рядом чистый ввоз капитала за 2007, равный 140-150 млрд. долларов, и прогноз чистого ввоза капитала в 2008, равный 40 млрд. Этому даже неспециалист не поверит.

Как уже говорилось, в современных российских условиях импорт капитала зависит, во-первых, от спроса на вывоз капитала, во-вторых, от дефицита счета текущих операций, в-третьих, от спроса на кредитные ресурсы. Спрос на валюту для вывоза капитала и для покрытия дефицита текущих платежей влечет за собой адекватный ввоз капитала: сколько ввезли, столько и вывезли (если не считать процентных платежей, отражаемых по счету текущих операций). Активное сальдо по счету капитала детерминируется спросом на кредитные ресурсы. Может ли спрос на внешние кредитные ресурсы в 2008 году по сравнению с 2007 годом, сократится в 4 раза? Очевидно, что нет, даже в случае кардинальной смены проводимой политики и качественного расширения внутреннего кредита.

В 2007 году резкое увеличение предложения иностранной валюты в результате ввоза капитала (которое ЦБ не предвидел, но мог бы предвидеть) заставило Центробанк и Правительство пойти на ряд дополнительных мер, направленных на стерилизацию иностранной валюты и ограничение роста денежной массы. В докладе эти меры перечисляются, но причины их не анализируются. Профицит составил в I полугодии 2007 года 57,5% от суммы расходов федерального бюджета. Избыток консолидированного бюджета (профицит + прирост внутреннего государственного долга) составил в I полугодии 2007 года 11,2% ВВП (в 2006 – 9,1%). Вряд ли можно найти подобный пример в экономической истории. Абсорбция средств коммерческих банков (привлечение на депозиты в ЦБ и размещение ОБР) составила в январе-мае 2007 года 1,4 триллиона рублей, за тот же период 2006 года – 0,3 триллиона, т.е. возросла почти в 5 раз. Кроме того, ЦБ впервые за несколько лет повысил резервные требования.

Как видно из таблицы 3, в 2007 году прирост валютных резервов не только достиг гипертрофированных размеров, но впервые превысил чистый экспорт. Это значит, что

значительная часть валютных резервов формируется за счет ввоза иностранного капитала.

**Таблица 3. Прирост валютных резервов
(иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования)**

	2003	2004	2005	2006	2007 I полугодие
ВВП (млрд. руб.)	13 243,2	17 048,1	21 620,1	26 781,1	14 213,7
Прирост валютных резервов (млрд. руб.)	775,4	1 219,4	1944,3	2 532,1	2 393,0
Прирост валютных резервов в % от ВВП	5,9	7,2	9,0	9,5	16,8
<i>Справочно:</i> Доля чистого экспорта в использовании ВВП (%)	11,3	12,5	13,7	12,8	9,8

Разумеется, в наших расчетах возможны погрешности, связанные с неточностью банковской статистики. Например, вывоз капитала (иностранные активы) нефинансовым сектором во втором квартале 2007 года, согласно данным, представленным в № 9 Бюллетеня банковской статистики за 2007 год, составил 22,4 млрд. долларов, а согласно данным, опубликованным в № 10 – 31,5 млрд. долларов. «Чистые пропуски и ошибки», согласно № 9 Бюллетеня банковской статистики, составили в первом квартале отрицательную величину (- 4,6 млрд. долларов). Эту величину следовало включать в сумму вывоза капитала. Но согласно № 10, «чистые пропуски и ошибки» составляли в первом квартале положительную величину (3,5 млрд. долларов), которую следовало включать в сумму ввоза капитала. И в том, и в другом примере погрешность банковской статистики составляла почти 10 млрд. долларов.

Второй, кардинально важный вывод можно сформулировать так: денежное предложение ЦБ, основанное на монетизации иностранной валюты, является в то же время монетизацией корпоративного долга, однако не внутреннего долга, что было бы нормальным, а внешнего долга, предоставленного иностранными кредиторами и инвесторами. Это означает, что в случае расширения внутреннего кредита, замещающего внешний кредит, денежное предложение уже в сегодняшних условиях могло бы практически полностью осуществляться за счет монетизации внутреннего кредита, без какой-либо опасности введения в экономику избыточно количества денег и инфляции.

Внутренний кредит можно расширить, не вызывая угрозы инфляции, на величину денежного предложения, а монетизация внутреннего кредита могла бы сократить ввоз капитала на соответствующую величину. *Изменение каналов денежного предложения ЦБ должно предшествовать сокращению ввоза капитала, а не следовать за ним, как*

полагают авторы доклада ЦБ. Бесплезно ожидать, когда ввоз капитала сократится сам собой, по необьясненным причинам. Ввоз капитала не сократится, пока сохраняются основные, детерминирующие его факторы: искусственно созданный дефицит счета текущих операций, массиванный *вывоз* капитала, относительно высокая ставка процента по ссудам и неудовлетворенный спрос на кредит. Спрос на импорт иностранного капитала в качестве источника кредитных ресурсов может и должен быть кратно сокращен в результате расширения внутреннего кредита.

Для того чтобы устранить искусственный дефицит счета текущих операций отнюдь не обязательно (и не желательно) сокращать налоговые и таможенные платежи, например, повышать «цену отсечения». Сверхприбыли сырьевых корпораций (причем не только нефтяных, как в настоящее время, но и газовых, алюминиевых, и др.) должны поступать в бюджет. Однако часть экспортной выручки, изымаемой с помощью налоговых и таможенных платежей, правительство могло бы не замораживать в стабилизационном фонде, а продавать на внутреннем валютном рынке (при посредничестве ЦБ) или ссужать импортерам, с погашением ссуды в рублях. Рублевая выручка поступала бы в бюджет и могла расходоваться на социальные и народно-хозяйственные цели. Эта операция не была бы связана с интервенциями ЦБ на валютном рынке, с выпуском дополнительных денег, и поэтому не вызывала усиления инфляции.

Ввоз капитала для финансирования его вывоза в принципе не связан с интервенциями ЦБ на валютном рынке, однако он нежелателен по двум причинам. Во-первых, нежелательна сама по себе утечка капитала. Во-вторых, финансирование вывоза капитала за счет его ввоза (а не за счет активного сальдо торгового баланса) обременяет экономику внешним долгом, по которому нужно выплачивать проценты. Вывоз капитала вряд ли можно ограничить исключительно экономическими методами. Учитывая масштабы этого явления и его побочные следствия, необходимо вернуться к достаточно жесткому валютному контролю.

В соответствии с методологией платежного баланса чистый ввоз (или чистый вывоз) капитала определяется как разница между ввозом и вывозом капитала. Однако с точки зрения макроэкономической теории, правильнее было бы определять чистый ввоз капитала как разницу между ввозом капитала и вывозом прибыли иностранных инвесторов и кредиторов. По мере накопления инвестированного иностранного капитала, разница между его дополнительным ввозом и вывозом прибыли постепенно сокращается, и в среднесрочной перспективе может стать нулевой или отрицательной:

сумма вывозимой в течение года прибыли может превысить ввозимый в течение года иностранный капитал.

Кратное сокращение ввоза иностранного капитала и постепенное погашение корпоративного внешнего долга приведет к уменьшению вывоза прибыли иностранных инвесторов, следовательно – к улучшению счета текущих операций, высвободит валютные ресурсы для финансирования целевого импорта. В сложившихся условиях сокращение ввоза иностранного капитала создаст условия для ускорения, а не для замедления экономического роста.

В настоящее время объем корпоративного долга приближается к объему валютных резервов. В случае очередного финансового кризиса даже нынешние, гипертрофированные валютные резервы могут оказаться недостаточными.

Далее, остановимся на качестве прогнозов, представленных в докладе ЦБ. Как было показано в начале статьи, строить денежную программу исключительно на основе прогнозных вариантов динамики мировых цен на нефть некорректно. Однако прогнозы ЦБ и МЭРТ должны, в принципе отражать не только динамику экспортных цен, но и других, прежде всего – внутренних факторов. Если мы сопоставим данные прогнозов за 2008-2010 год по одному варианту, а именно, по II варианту, предусматривающему сохранение цен примерно на прежнем уровне (55 долларов за баррель в 2007 и 53 – в 2008-2010), мы, тем самым, иллюминируем влияние динамики экспортных цен. Тогда мы получим представление о том, как видится аналитикам ЦБ и МЭРТ воздействие на платежный баланс и денежную программу других факторов, помимо цен на нефть. Соответствующие данные и расчеты представлены в таблицах 4 и 5.

**Таблица 4. Прогноз платежного баланса, млрд. долларов
II вариант: цена на нефть в 2008-2010 годах остается
на уровне 53 долларов за баррель**

	2007	2008	2009	2010
Счет текущих операций	50,7	15,2	-17,7	-46,4
Баланс товаров и услуг	77,2	42,5	10,3	-17,5
<i>Экспорт товаров и услуг</i>	347,8	352,3	356,0	358,6
<i>Импорт товаров и услуг</i>	-270,6	-309,9	-345,7	-376,1
Баланс доходов и текущих трансфертов	-26,4	-27,2	-28,0	-28,9
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	64,2	34,3	41,7	52,0
<i>Чистый ввоз капитала частным сектором</i>	70,0	40,0	45,0	55,0
<i>Обязательства правительства</i>	-5,6	-5,4	-3,0	-2,7
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост)	- 114,9	- 49,5	-24,0	-5,6

Если мы обратимся к таблице 4, в которой представлены изменения объема экспорта *по годам* при неизменной цене на нефть (в соответствии со вторым вариантом

прогноза 53 доллара за баррель), мы увидим, что, согласно прогнозам, стоимостной объем экспорта практически не изменяется. Он составляет 352,3 млрд. долларов в 2008, 356,0 в 2009 и 358,6 – в 2010. Такие изменения в прогнозных расчетах можно признать пренебрежимо малыми. Таким образом, мы можем утверждать, что авторы прогноза рассматривают изменение цен на нефть не только в качестве главного, но и в качестве *единственного* фактора, определяющего динамику экспорта в 2008-2010 годах. На отрезке времени, равном трем годам, они не предполагают каких-либо существенных изменений структуры экспорта, например, увеличения доли экспорта продукции обрабатывающей промышленности, в частности, наукоемких отраслей. Не предусматриваются, следовательно, какие-либо значимые структурные изменения в экономике в целом. С учетом умеренного, но постоянного повышения цен на экспортируемую продукцию обрабатывающих отраслей, практически неизменный стоимостной объем экспорта означает *сокращение* его физических объемов. Вряд ли авторы доклада имели это в виду. Речь, по-видимому, может идти о том, насколько профессиональными и продуманными являются их прогнозы.

В то же время, согласно прогнозу, импорт товаров и услуг постоянно увеличивается, с чем, в принципе, можно было бы согласиться, если бы не прогнозируемое замедление темпов роста экономики. Замедление роста выпуска и дохода должно бы вызывать замедление роста импорта товаров и услуг.

Баланс текущих доходов, включающий ввоз и вывоз инвестиционной прибыли авторы доклада представляют как практически неизменный. Вряд ли это оправданно, учитывая быстрое накопление иностранного капитала, инвестированного в российскую экономику. Если ввоз иностранного капитала будет расти прежними темпами, будет расти и вывоз прибыли иностранными инвесторами.

Резкое замедление роста валютных резервов, согласно прогнозу ЦБ, обусловлено двумя факторами: во-первых, сокращением активного сальдо счета текущих операций, во-вторых, резким сокращением ввоза иностранного капитала. Первый фактор связан с опережающим ростом импорта и снижением цен на нефть (что весьма сомнительно), второй фактор авторы доклада принимают без всякой аргументации. Коль скоро мы иллюминируем влияние мировых цен, единственным внешним фактором, обуславливающим замедление прироста валютных резервов, остается допущение о сокращении ввоза капитала. Насколько произвольным является такое допущение, мы показали выше.

От темпа прироста валютных резервов зависит, согласно прогнозу ЦБ, денежная программа на 2008-2010 годы, представленная в таблице 5.

Таблица 5. Прогноз денежных индикаторов на 2008-2010 годы по II варианту (цена на нефть сохраняется на уровне 53 доллара за баррель), млрд. руб.

	2007*	2008	2009	2010
Прирост международных резервов	2 922	1 303	632	148
Прирост денежной базы (узкое определение)	1 081	882	871	787
Прирост денежных остатков на счетах правительства**	1 265	370	270	170
Прирост задолженности ЦБ перед банками***	588	- 105	-607	-138
Прирост валового кредита банкам	- 2	0	55	855

* Приросты приведенных показателей за 2007 год исчислены на основе их оценки на 1 января 2008 года, даваемой в докладе ЦБ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год» и данных на 1 января 2007 года (Бюллетень банковской статистики, 2007, № 9).

** Включая средства бюджетов субъектов РФ и внебюджетных фондов

*** Прирост остатков на корреспондентских счетах и депозитах кредитных организаций, облигаций Банка России, другие инструменты абсорбции свободной банковской ликвидности.

Поскольку согласно этому прогнозу, прирост валютных резервов сокращается, уменьшается необходимость в профиците бюджета, соответственно, уменьшается прирост денежных остатков на счетах Правительства в ЦБ. Однако о чистом кредитовании правительства Центральным банком речь не идет. Задолженность ЦБ перед коммерческими банками качественно снижается и расширяется кредит, предоставляемый коммерческим банкам, который становится основным каналом денежного предложения ЦБ. В то же время, общий объем денежного предложения снижается, что трудно объяснить в условиях растущей экономики и хотя бы умеренной инфляции.

Вернемся еще раз к допущению об опережающем росте импорта, которое играет столь важную роль в прогнозах ЦБ, и представляется вполне правдоподобным, во всяком случае – на первый взгляд.

Рост импорта зависит, по крайней мере, от двух различных факторов: от общего роста выпуска и дохода и от укрепления рубля. В первом случае сокращение чистого экспорта и выравнивание торгового баланса способствует росту экономики, во втором случае, скорее наоборот, ведет к сокращению внутреннего производства. В какой степени рост импорта в современной российской экономике обусловлен ростом совокупного дохода, и в какой степени – укреплением рубля? Мы не можем дать даже приблизительного ответа на этот вопрос, но ЦБ и МЭРТ могли бы в своих прогнозных и ситуационных расчетах это сделать.

Далее, согласно прогнозам ЦБ, избыточное предложение валюты в близкой перспективе должно снизиться или вообще прекратиться (мы сейчас не рассматриваем вопрос о том, насколько этот прогноз реалистичен), следовательно, должно остановиться укрепление рубля. Возможно, что при пассивном сальдо счета текущих операций и сокращении ввоза капитала, курс рубля начнет снижаться. (Такую

возможность авторы доклада не рассматривают, но она явно вытекает из их прогнозных построений.) Отсюда, казалось бы, должен следовать вывод, что рост импорта будет вызываться исключительно ростом экономики, он не будет связан с вытеснением отечественного производителя, и, следовательно, будет способствовать дальнейшему росту. Однако авторы доклада делают противоположный вывод, утверждая, что рост экономики замедлится. Другой вопрос, который авторы доклада также оставляют без внимания: а будет ли, в условиях снижения (или падения) валютного курса, рубля расти импорт? Прогнозы, представленные в докладе ЦБ, построены на произвольных допущениях, и содержат немало несостыковок и противоречий, однако на фоне сказанного выше, они не имеют принципиального значения.

Рост импорта, даже если он не связан с вытеснением отечественного производства, может оказывать принципиально различное влияние на экономический рост, в зависимости от структуры импорта, т.е. в зависимости от удельного веса инвестиционных товаров, товаров потребления работников и предметов роскоши. Импорт инвестиционных товаров и товаров широкого потребления способствует росту, импорт предметов роскоши является всего лишь расходом полученных доходов на потребление. Официальные данные, публикуемые более или менее оперативно, не позволяют судить о функциональной структуре импорта. Публикуемые с большим опозданием (на 4-5 лет) Таблицы «Затраты – выпуск» выделяют импорт промежуточных, инвестиционных и потребительских товаров, но в составе последних они не выделяют импорт предметов роскоши, что критически важно для оценки влияния роста импорта на экономическую динамику. Министерство экономического развития и торговли могло бы выполнить такие расчеты, сделать их достоянием общественности и учесть в своих прогнозах. Но прогнозы, представленные в докладе ЦБ (согласованные с прогнозами МЭРТ) свидетельствуют о другом: рост импорта, сокращение или устранение активного сальдо счета текущих операций однозначно рассматривается авторами прогнозов как фактор, ведущий к замедлению темпов роста и, следовательно, к сокращению спроса на деньги. Этот вывод представляется, по меньшей мере, неубедительным.

Автора доклада, по-видимому, разделяют устоявшееся мнение (не имеющее рационального объяснения), будто бы высокие цены на нефть и активное сальдо торгового баланса, сами по себе, способствуют росту, а снижение цен на нефть приведет к замедлению роста российской экономики. Такое мнение – не более чем предрассудок.

В действительности опережающий рост цен экспорта (относительно цен импорта) способствует ускорению роста экономики лишь в той степени, в какой экспортная выручка используется для оплаты импорта. Если повышение экспортных цен сказывается не на физическом объеме импорта, а лишь на темпах роста валютных резервов (Стабилизационного фонда), никакого ускорения роста экономики повышение экспортных цен не вызывает, а выгода от благоприятных условий внешней торговли уходит в песок. И напротив, если активный торговый баланс сменяется уравновешенным или дефицитным торговым балансом, темпы роста экономики, *при прочих равных условиях*, должны повышаться.

Непонятно также, почему авторы доклада полагают, что изменение каналов денежного предложения – рефинансирование банков вместо монетизации иностранной валюты – будет сопровождаться снижением темпов роста и сокращением спроса на деньги. Качественное расширение рефинансирования банков должно вызвать рост внутреннего кредита, следовательно, рост экономики и повышение спроса на деньги. И так, *сокращение активного сальдо торгового баланса или появление пассивного сальдо, покрываемого за счет ввоза капитала, ускорит, а не замедлит рост экономики. Ускоряющий эффект вызовет также сокращение профицита бюджета или формирование бюджетного дефицита, финансируемого за счет кредита ЦБ правительству и внутренних займов. Соответственно возрастет и спрос экономики на деньги.*

Остановимся предельно кратко на некоторых других противоречиях и погрешностях доклада ЦБ.

Очень неясно прописана в докладе процентная политика. С одной стороны, в докладе говорится о предстоящем снижении ставок по операциям рефинансирования, с другой – о том, что повышение ставок по операциям ЦБ будет осуществляться с учетом разницы между ставками на внешнем и внутреннем финансовом рынке. Остается неясным, ставит ли ЦБ своей целью снижение ставки процента или лишь ограничение ее повышения, или всего лишь выравнивание ее колебаний («волатильности»). Складывается впечатление, что ЦБ не имеет сколько-нибудь продуманной концепции процентной политики, и фразы о том, что регулирование процента в перспективе станет важнейшим инструментом воздействия на монетарные факторы экономической динамики – не более чем фразы.

В докладе повторяются стереотипные утверждения о том, что снижение инфляции остается приоритетной целью политики ЦБ, однако на других страницах доклада его авторы констатируют, что инфляция в российской экономике носит, в

основном, немонетарный характер, а связь между ростом денежных агрегатов и темпами инфляции практически отсутствует. Каким же образом контроль над инфляцией может быть приоритетным направлением политики ЦБ? Но авторы доклада, по-видимому, не замечают этого противоречия.

Далее, авторы доклада утверждают, что коммерческие банки в настоящее время работают в условиях избыточной ликвидности. Тем самым оправдывается политика абсорбции банковских ресурсов на счетах и в облигациях Банка России. Однако динамика процентной ставки на межбанковском рынке об этом отнюдь не свидетельствует: ставка по межбанковским кредитам, не смотря на колебания от месяца к месяцу, устойчиво повышается в течение же больше двух лет. Отношение резервов к кредитам, также, не смотря на сильные колебания по отдельным месяцам, остается, примерно, на одном уровне: 21,5% на 1 января 2006, 20,7% на 1 января 2007, 21,9% на 1 августа 2007.

Нужно, однако, иметь в виду, что достаточность резервов, при прочих неизменных условиях, зависит от средневзвешенной срочности кредитов. Долгосрочные кредиты требуют больших резервов. Опережающий рост долгосрочных кредитов, например, рост ипотечного жилищного кредита, может вызвать нехватку ликвидности даже при сохранении прежнего отношения между резервами и общим объемом кредитной задолженности.

По нашим, весьма приблизительным и условным расчетам, средневзвешенный срок погашения кредитов, предоставленных в рублях предприятиям и организациям, составлял на 1 января 2006 года 622 дня, на 1 января 2007 года 662 дня, на 1 августа 2007 года 721 день. Учитывая, что в последние два года резко возросла доля кредитов, предоставленных физическим лицам, преимущественно долгосрочных ипотечных кредитов, можно сказать, что средневзвешенный срок погашения кредитов, предоставленных физическим и юридическим лицам, увеличился еще больше. Соответственно, для поддержания ликвидности банков, банковские резервы должны были расти темпами, опережающими темп роста кредита. Этого, однако, не происходит.

Как видно из таблицы 6, в течение 2007 года и нескольких предшествующих лет ЦБ стремительно сворачивал операции по рефинансированию банков. В течение 7 месяцев 2007 года задолженность коммерческих банков перед ЦБ («Требования ЦБ к кредитным организациям») снизилась в 14 раз, по сравнению с началом 2003 года – в 72 раза. Авторы доклада обещают, что в силу изменения объективных условий

рефинансирование банков в течение 2-3 лет станет основным каналом денежного предложения, но, судя по сегодняшней практике, в это трудно поверить.

Таблица 6. Задолженность Правительства и коммерческих банков перед ЦБ на 1.01 соответствующего года, млрд. руб.

	2003	2004	2005	2006	2007	2007 1.08
Облигации правительства в портфеле ЦБ	551,5	477,6	426,6	276,0	247,0	238,3
Требования ЦБ к кредитным организациям	224,0	198,7	178,2	27,9	43,2	3,1

Авторы доклада допускают, и даже прогнозируют, что при определенных условиях (которые, по их мнению, должны сложиться спонтанно) основным каналом предложения денег станет рефинансирование банков. Однако они даже не упоминают о другом канале предложения денег, который в настоящее время доминирует во всех развитых странах – об операциях центральных банков на открытом рынке государственных облигаций. Покупая непогашенные облигации правительства, центральные банки вводят деньги в экономику, в частности, увеличивают банковские резервы ликвидности, регулируют ставку процента, погашают часть государственного долга, что позволяет безболезненно финансировать дефицит бюджета, расширять агрегированный спрос, поддерживать стабильные темпы роста. Продажа облигаций правительства из портфелей центральных банков является дополнительной, корректирующей операцией по отношению к покупке облигаций.

ЦБР, в своей сегодняшней практике, выступает как нетто-продавец, а не как нетто-покупатель облигаций правительства, о чем свидетельствуют данные, приведенные в таблице 6. Как видно из таблицы 6, запас облигаций правительства в портфеле ЦБ непрерывно сокращается. По сравнению с началом 2003 года сумма облигаций правительства в портфеле ЦБ сократилась вдвое. И, судя по докладу ЦБ, руководство Центробанка не намерено в этом отношении ничего менять. Между тем, без операций центрального банка на рынке ценных бумаг невозможно представить современную денежно-кредитную и финансовую систему.

Для исправления ситуации нужны активные, грамотные и решительные действия, поддержанные достаточно жесткими валютными, экспортными, ценовыми ограничениями. Но вряд ли можно ждать таких действий от нынешнего руководства Центробанка, Минфина и МЭРТ. Их программы основаны на пассивном ожидании изменений в международной торговле, их прогнозы этих изменений, по меньшей мере, не профессиональны.