

## **К проекту «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов»**

Согласно большинству экспертных оценок наиболее острая фаза глобального экономического кризиса пройдена и мировая экономика начинает восстанавливаться. Ожидается, что процесс восстановления будет постепенным и займет несколько лет. Данная гипотеза принципиально важна для экономики России, поскольку стабилизация объемов производства, наблюдаемая в последние несколько месяцев, практически полностью обеспечена благоприятными внешними факторами. К ним относятся: сохранение высоких цен на нефть на мировом рынке (в диапазоне 60-70 долл./барр.), частичное восстановление спроса на российское сырье и полуфабрикаты в физических объемах, достаточно успешная реструктуризация внешней частной задолженности. В совокупности перечисленные факторы позволили остановить падение выпуска и стабилизировать его объемы на уровне 2005 г.

Доминирование внешних факторов в процессе экономической стабилизации создает определенные ограничения и угрозы. Угрозы состоят в экзогенности (нерегулируемости) позитивных сегодня стабилизирующих факторов – колебания мировой конъюнктуры могут достаточно быстро изменить вектор их воздействия. Ограничения состоят в постепенности и длительности восстановления мировой экономики, что для России означает фактически период стагнации.

В данных условиях «Основные направления денежно-кредитной политики на период до 2012 г.» должны выступать в качестве программного документа, содержащего перечень стабилизирующих и поддерживающих мероприятий, а также основные параметры посткризисного развития. В подобном контексте существует несколько групп задач, подходы к решению которых должны быть отражены в «Основных направлениях денежно-кредитной политики» в среднесрочном периоде:

- 1) оценка адекватности сложившимся условиям и действенности антикризисных мероприятий, необходимости их корректировки и ожидаемых последствий;
- 2) устранение структурных диспропорций, накопленных в период форсированного экономического роста;
- 3) создание новых условий и конфигурации, позволяющих финансовой системе выступать не ограничителем, а поддержкой и стимулом для экономического роста.

Рассмотрим указанные задачи.

### **1. Оценка адекватности сложившимся условиям и действенности антикризисных мероприятий, необходимости их корректировки и ожидаемых последствий.**

В рамках первой группы задач сегодня, как правило, речь идет об устранении угрозы нормального функционирования банковской системы, связанной с нарушениями финансовых трансакций, паникой банковских вкладчиков, дефолтами и проч. Такая ситуация вынуждала оперативно предоставлять банкам ликвидность, и действия Банка России были поддержаны и не встретили практически никакой критики.

Однако непосредственно после преодоления первой, и наиболее острой, фазы кризиса актуализировалась задача поддержки реального сектора, решение которой предполагало непростой и противоречивый выбор мероприятий, поскольку, в отличие от большинства стран, в России наблюдалось падение производства одновременно с высокой инфляцией и девальвацией рубля. В таком контексте стратегический выбор осуществлялся между жесткой денежной политикой, предполагающей ограниченное предоставление ликвидности банковской системе и по высоким ставкам, и масштабной государственной помощью всем и вся.

Дискуссия о направлениях денежной политики в условиях кризиса, развернувшаяся в начале текущего года, имела предметом осознанный выбор между политикой дорогих денег и экспансионистской политикой. Снижение ставки рефинансирования, на котором настаивали представители банковского сообщества и реального сектора, позволило бы стимулировать внутренний спрос и расширить кредитное предложение. Руководство же ЦБР и экономического блока правительства РФ предпочло оживлению производства финансовую стабилизацию. Результаты данных мер проявились достаточно быстро – курс рубля стабилизировался и стоимость бивалютной корзины снизилась на 10% от максимального уровня, инфляция снизилась до 11.7% (год к году). Однако за первое полугодие 2009 г. спад в промышленности равнялся 14.8%, падение ВВП составило 10.4% – одно из максимальных в мировой экономике.

После появления первых признаков финансовой стабилизации Банк России начал процесс снижения ставки рефинансирования, однако это было уже запоздалым решением. Проблема заключается в том, что по мере стабилизации ситуации с банковской ликвидностью и нормализации работы межбанковского рынка объем задолженности банковской системы перед ЦБР начал сокращаться: если по состоянию на 01.01.2009 доля кредитов ЦБР составляла 12% от совокупных банковских пассивов, то на 01.08.2009 – лишь 7%, а именно на эту часть банковских пассивов ставка рефинансирования оказывает влияние.

Напротив, в конце зимы большинство банков, ощутив проблемы с фондированием, резко повысили процентные ставки по депозитам населения. Сбербанк, доля которого на рынке депозитов превышает его половину, фактически задал benchmark по рублевым депозитам на год в 14–15%. Остальные банки были вынуждены, по меньшей мере, предлагать более высокие ставки.

Предприятия испытывают нехватку финансовых средств, однако это не означает полноценного спроса на банковский кредит. Прежде всего, в ходе кризиса резко снизилась рентабельность в нефинансовом секторе экономики. Точнее, на протяжении полугодия (октябрь 2008 г. – март 2009 г.) рентабельность предприятий этого сектора экономики находилась на нулевом уровне (0.5% – сальдированный финансовый результат к обороту). Во втором квартале 2009 г. она выросла до 8.4%, но остается существенно ниже текущих процентных ставок.

Сегодня восстановительный рост российской экономики, обеспечиваемый благоприятными внешними условиями, не может быть поддержан банковским кредитованием. Политика дорогих денег, проводимая в кризисных условиях, привела к усугублению системной проблемы, состоящей в углублении разрыва в параметрах кредитных ресурсов, которые запрашиваются предприятиями нефинансового сектора и, с другой стороны, предлагаются кредитными организациями. Предприятиям нефинансового сектора все более дорогие и достаточно «короткие» кредитные ресурсы нужны во все меньшем объеме – в противном случае они просто не в состоянии их обслуживать исходя из текущего уровня рентабельности. Аналогична ситуация с населением, для которого лимитирующим фактором является сокращение доходов. Вместе с тем в период проведения политики дорогих денег со стороны предложения стоимость кредитных

ресурсов, одновременно со стоимостью привлеченных средств и высокими рисками заемщиков, возрастает.

Названная проблема состоит в системном разрыве между спросом на кредитные ресурсы и их предложением. Системность же проблемы заключается в принципиальном разрыве между возможностью банковской системы предоставлять финансовые ресурсы и способностью нефинансового сектора эффективно использовать и обслуживать их. Со стороны предложения стоимость кредитных ресурсов определяется стоимостью привлеченных средств и высокими рисками заемщиков. Со стороны спроса на кредит выступают такие факторы, как низкая рентабельность, сокращение прибыли, падение доходов предприятий и населения.

Проблема эта не может быть быстро ликвидирована – ее решение займет достаточно длительное время (от шести месяцев до года). Сходимость процентных ставок по спросу и предложению будет определяться как восстановлением экономики (повышением рентабельности и увеличением номинальных доходов), так и снижением уровня инфляции, стабильным курсом рубля и ростом сбережений нефинансового сектора.

В разгар кризиса (в начале текущего года) в качестве приоритетов финансовой политики были выбраны снижение уровня инфляции и стабилизация курса рубля, а в качестве мер для их осуществления – политика дорогих денег. В настоящий момент в России деньги достаточно дорогие, а их стоимость уже не может быть уменьшена просто снижением ставки рефинансирования и рекомендациями ЦБР коммерческим банкам уменьшить проценты по кредитам и депозитам. Коммерческие банки уже взяли на себя обязательства по дорогим среднесрочным вкладам населения (на год и дольше), а объемы государственных кредитов банковской системе сокращаются.

Сегодня, когда российская экономика стабилизировалась за счет внешних факторов, крайне важна была бы поддержка ее восстановительного роста за счет расширения внутреннего спроса. Предприятия сейчас вынуждены прежде всего решать проблемы прошлых лет – заниматься скорее поиском кредитов для рефинансирования задолженности, нежели кредитов для развития и модернизации. Понижательный инфляционный тренд, падение реальных располагаемых доходов населения и негативные ожидания их роста в ближайшем будущем будут обуславливать сберегательную активность населения, но никак не потребление. В итоге «здоровый» внутренний спрос, направленный на расширение производства и модернизацию (со стороны предприятий) и потребление населения (за счет растущих доходов), фактически будет сведен на нет, что и предопределяет незначительную роль внутреннего спроса как фактора экономического роста.

## **2. Устранение структурных диспропорций, накопленных в период форсированного роста.**

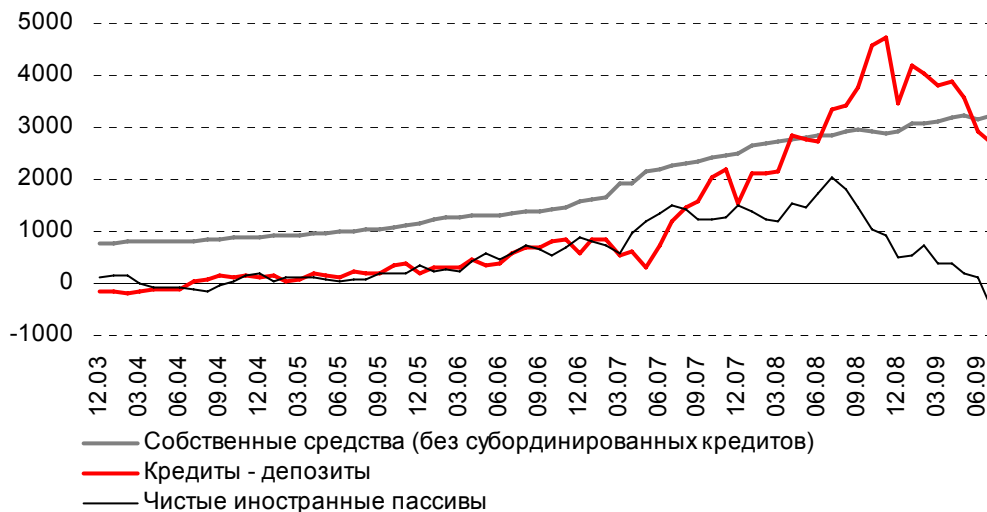
Период форсированного роста банковской системы (в 2006-2007 гг. ее активы возрастали на 44% в год) вполне закономерно обусловил формирование структурных диспропорций в финансовой сфере. Ключевыми из них, существенно затрудняющими сегодня проведение стабилизационных мероприятий, являются:

- значительный разрыв между объемом банковских кредитов нефинансовому сектору и располагаемыми банковскими сбережениями предприятий и населения («кредитная яма»);
- сегментация банковской системы одновременно с уже накопленными высокими рисками, порождающими вероятность возникновения кризиса ликвидности и банкротств отдельных банков.

Нынешний финансовый кризис усилил негативное воздействие структурных диспропорций как на банковскую систему и финансовые рынки, так и на реальный сектор. Более того, есть все основания ожидать, что комплекс правительственных антикризисных мер может лишь временно нивелировать их неблагоприятное воздействие сегодня и отложить решение на завтра, что будет существенно сложнее и дороже, а также может вновь выступить в качестве ограничения для поступательного развития экономики.

Необходимо отметить, что стагнация банковского кредитования, негативно воздействующая на деловую активность, достаточно благоприятна для сокращения разрыва между задолженностью нефинансового сектора по банковским кредитам и его сбережениями. Напомним, что данный разрыв достиг в 2008 г. критического уровня, превышающего все собственные средства российской банковской системы. Но в настоящий момент данный разрыв сокращается, а его ликвидация создаст здоровую финансовую основу для сбалансированного экономического роста – в отличие от модели, основанной на использовании заемных иностранных средств. Однако «наследие» периода форсированного роста весьма значительно – на начало осени 2009 г. кредиты нефинансового сектора превышали его депозиты на 2.7 трлн. руб. Ликвидация «кредитной ямы» потребует, по меньшей мере, сокращения задолженности населения перед банковским сектором вдвое при сохранении его сберегательной активности и без масштабного ущерба в кредитовании промышленности.

**Превышение объема кредитов над депозитами нефинансового сектора («кредитная яма»), собственные средства банков и чистые иностранные пассивы, млрд. руб.**



*Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.*

Сегментация банковской системы существенно снижает эффективность денежной политики в кризисный период. Можно выделить, по меньшей мере, четыре группы из более чем тысячи российских коммерческих банков: банки с государственным участием, банки с иностранным капиталом, крупные частные банки и остальные. Каждая группа характеризуется различной стоимостью пассивов, доступом к внешним заимствованиям, необходимому уровню ликвидности и другими параметрами. Так, по состоянию на 01.09.2009 на банки вне первой сотни приходилось 10% совокупных активов и почти 20% ликвидных активов. Доля ликвидных активов, необходимых для нормального функционирования, в средних и мелких банках заметно выше, чем в крупных (3.2% в

первой сотне, 6.9% вне первой сотни, 15.5% по 300 самым мелким банкам). На 300 мельчайших банков приходится лишь 0.4% совокупных активов банковского сектора; суммарный размер их активов (около 100 млрд. руб.) меньше, чем активы любого банка, входящего в 30 крупнейших.

Очевидно, что в условиях нестабильности управление банковской системой как единым целым осуществляться не может. В случае ухудшения внешних условий, колебаний уровня ликвидности, валютного курса рубля, денежного предложения финансовые параметры каждой из групп будут меняться по-разному, вплоть до кризисных и дефолтных.

### **3. Создание новых условий и конфигурации, позволяющих финансовой системе выступать не ограничителем, а поддержкой и стимулом для экономического роста.**

Влияние российской банковской системы на экономический рост в последние три года принципиально возросло: если в 2005 г. вклад банковского кредитования в расширение совокупного спроса составлял 20%, то в 2007 г. – уже 33%. В условиях финансового кризиса поддержка внутреннего спроса (а сегодня данная задача выдвигается в качестве ключевой в правительственной антикризисной стратегии и в других предложениях) также во многом будет определяться развитием банковской системы.

Представляется, что среднесрочный прогноз должен содержать мероприятия, нацеленные на решение следующих задач в финансовой сфере:

- осуществление мер по снижению уровня инфляции, инфляционных и девальвационных ожиданий;
- сохранение стабильно функционирующей банковской системы и финансовых рынков при любом сценарии развития внешней среды;
- максимальная концентрация усилий на устранении структурных диспропорций в финансовой сфере, возможно в ущерб темпам спада или роста экономики и банковской системы;
- стимулирование сбережений населения и предприятий.

Решение перечисленных задач предполагает определенные параметры проводимой финансовой политики, различающиеся в рамках отдельных сценариев. Однако важно, чтобы данные параметры присутствовали в прогнозе, что позволяет оценить направления и эффективность регулирующих воздействий, а также их последствия для национальной экономики в целом.

Очевидно, что «Основные направления денежно-кредитной политики» должны учитывать важнейший урок форсированного роста российской экономики в 2006 – первой половине 2008 гг. Он заключается в том, что такие понятия, как «увеличение валовых экономических показателей» и «качественный (устойчивый к внешним шокам и опирающийся на рост конкурентоспособности) рост экономики», могут не совпадать. Поэтому достаточно реалистична угроза того, что приоритет инновационного, инвестиционного развития, высокой конкурентоспособности может остаться лишь декларацией не только сейчас, но и после завершения кризиса. А это весьма вероятно, если сегодня не осуществлять аналитическую разработку и практическую реализацию стратегии на будущее.