

К проекту «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов»

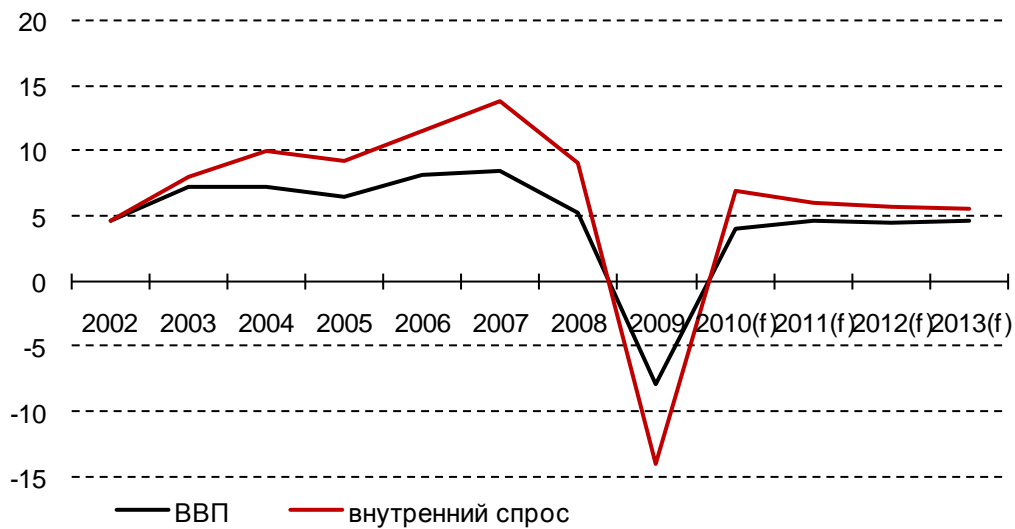
Проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов» определяет ключевые направления денежной политики до 2013 г. Основным содержанием указанного периода должен явиться восстановительный рост отечественной экономики. Вплоть до достижения предкризисного уровня последней неправомерно говорить о ее поступательном развитии, но при этом необходимо не просто достичь предкризисного уровня (на который российская экономика вышла в результате «космических» цен на нефть и большой внешней задолженности) - принципиально важно выйти на предкризисный уровень с обновленной экономикой, предполагающей решение структурных и институциональных проблем и позволяющей поступательно развиваться с меньшей зависимостью от внешней среды.

Сегодня, после непродолжительного периода роста, в российской экономике наметилась стагнация. Основными характеристиками ее текущего развития выступают снижение темпов роста ВВП и промышленного производства, низкий уровень инвестиционной и кредитной активности. Предварительные ожидания роста ВВП на 5% и выше, о которых заявляло, в том числе, и руководством Банка России, пересмотрены, и сейчас рост данного показателя уже не ожидается выше 4%. При этом предполагавшийся устойчивым тренд снижения инфляции сменился ускорением роста цен. Комплекс антикризисных мер позволил предоставить экономике лишь краткосрочный «допинг» для восстановительного роста.

Причин стагнации российской экономики несколько.

Прежде всего, стабилизировался внешний спрос на отечественную продукцию, главным образом сырье. Если прежде ожидалось более высокие темпы роста мировой экономики, то сейчас данный показатель корректируется. Во второй половине 2009 г. основным фактором роста российской экономики стал именно внешний спрос, который сократился в существенно меньшей степени, нежели внутренний.

Реальный прирост к предшествующему году, %



Источник: данные Росстата; расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Далее, после непродолжительной коррекции стабилизировались мировые цены на сырье и металлы на комфортном для России уровне. Однако проблема состоит в том, что российская экономика (в первую очередь бюджет и экспортеры) нуждается не просто в высоких, но и в растущих сырьевых ценах.

Определенную роль сыграл и климатический фактор (аномально жаркое лето 2010 г.), однако его действие переоценивается. Формальное влияние «жаркого лета» на макроэкономическую динамику представляется относительно небольшим: сельское и лесное хозяйство вместе составляют в национальном ВВП немногим более 4%; в этой связи спад выпуска продукции растениеводства даже на треть (а, по оценкам руководства правительства, можно ожидать и менее существенного его сокращения) обусловит весьма незначительное изменение темпа изменения ВВП относительно прогнозирувавшегося ранее. Расчеты показывают, что реальный прирост российского ВВП по итогам 2010 г. может достичь порядка 3.5–3.7% вместо прогнозирувавшихся 4.0–4.2%. Здесь же отметим резкий рост потребления электроэнергии, что является положительным вкладом в рост ВВП.

На крайне низкую экономическую активность указывают и объемы банковского кредитования предприятий реального сектора. По нашим оценкам, реальный рост ВВП в 2010 г. должен составить 3.7%, а рост номинального объема ВВП – около 15%; примерно на эту же величину вырастет и валовой выпуск экономики. Очевидно, что оживление

производственной активности нуждается, как минимум, в адекватном расширении банковского краткосрочного кредитования на пополнение оборотных средств (особенно с учетом того, что резкого повышения внешних цен, доходы от которого способны восполнить собственные средства предприятий, в последнее время не отмечалось). Эфемерность ситуации оживления промышленного производства в первой половине 2010 г. характеризуется тем фактом, что сегодня уровень кредитного обеспечения оборотных средств предприятий (соотношение краткосрочных рублевых кредитов и валового выпуска экономики) находится на уровне 2000 г.(!). Фактически в течение первых трех кварталов 2010 г. были невостребованы, по меньшей мере, 1.13 трлн. руб. в виде краткосрочных кредитов для обеспечения текущей производственной деятельности. Можно было бы предположить, что предприятия финансируют текущую деятельность из собственных средств, однако это не так – отношение остатков средств на текущих счетах предприятий к валовому выпуску находится сегодня на уровне 2005 г.

Соотношение краткосрочных кредитов в рублях, остатков средств на текущих счетах предприятий и валового выпуска экономики (красная линия – предварительный прогноз, черная – инерционная оценка результатов 2010 г. по итогам его первых восьми месяцев), в %



Источник: Росстат, ЦБ РФ, оценки ЦСИ Банка Москвы.

В настоящий момент основной проблемой реализации любой денежной политики в России выступают институциональные ограничения. Сегодня Банк России фактически стал заложником институциональных проблем отечественной экономики. (Здесь под институциональными проблемами мы понимаем состояние бизнес-климата в стране, который

характеризуется крайне низким уровнем конкуренции практически на всех сегментах товарных рынков, картельными ценовыми соглашениями, коррупцией, административными ограничениями, неэффективной судебной системой и проч.) Важно, что сегодня перечисленные проблемы перешли в иное состояние – от дежурных тем «круглых столов» к реальным ограничениям экономической политики в целом и денежной политики в частности.

Основной задачей денежной политики должно являться создание условий для оживления экономической активности за счет стимулирования кредитной активности, в том числе и для целей долгосрочного инвестирования, снижения уровня инфляции, инфляционных ожиданий и процентных ставок, стабильности обменного курса рубля. Однако эффективное использование «классических» инструментов монетарного регулирования постоянно сталкивается с искаженными «откликами» на их применение со стороны нефинансового сектора. Примеров тому множество.

Обменный курс рубля лишь отчасти выступает в качестве регулятора потоков капитала и товаров, но выполняет и прочие функции - сегодня объективно это функции «ценового якоря». При этом снижение курса рубля провоцирует инфляцию, но его повышение не вызывает дефляцию. Далее, формально низкий курс рубля должен усиливать ценовую конкурентоспособность российской промышленности и стимулировать процесс импортозамещения. Между тем, как показал опыт последней девальвации (ноябрь 2008 г. – январь 2009 г.), ничего подобного не происходит: все «простое» импортозамещение было реализовано в 1999-2000 г. – это относится к пищевой промышленности и к простейшим товарам конечного спроса. Для полноценного процесса импортозамещения необходимы иностранные инвестиции, которые (при соответствующем бизнес-климате) более «чувствительны» к стабильной национальной валюте, нежели к снижающейся. В предкризисный период имел место более сложный процесс: импортозамещение было более интенсивным при растущем курсе рубля, но, что важно, при еще более быстро расширяющемся конечном спросе. Когда данная цепочка, характерная для периода 2006-2008 г., была нарушена, интенсивность импортозамещения снизилась. Вместе с тем импортозамещение сошло на нет при девальвации и сужающемся конечном спросе – то есть обменный курс рубля имеет лишь косвенное отношение к процессу импортозамещения.

Кроме того, растущий курс рубля сам по себе не стимулирует притока инвестиций на внутренний рынок (за исключением краткосрочного спекулятивного капитала). Действительно, после пика девальвации курс рубля вырос на 17.7%, однако инвестиционная активность

осталась на низком уровне и приток в страну иностранных инвестиций, прежде всего прямых, уменьшился.

Сегодня Банк России предпринимает определенные шаги в направлении движения к свободному плавающему курсу рубля. Совсем недавно его руководство объявило о принятии решений относительно расширения интервала допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины симметрично в обе стороны на полрубля, прекращения действия формального внешнего коридора колебаний корзины (фиксированные границы которого были введены в начале 2009 г.), снижения предельного объема приграничных интервенций, после достижения которого плавающая граница колебаний корзины сдвинется на 5 копеек - с 700 до 650 млн. долл. Перечисленные меры имеют своей целью изменение ситуации в финансовом секторе, но нефинансовый сектор – предприятия и население - при этом остается «за скобками». Очевидно, что предприятия, специализирующиеся на импорте, будут закладывать все возможные колебания курса рубля в стоимость своей продукции, оплачиваемой конечным потребителем. История последних 10-15 лет убедительно показывает, что девальвация рубля резко ускоряет инфляцию, тогда как ревальвация вообще не вызывает дефляцию. Наконец, наибольшее воздействие на «девалютизацию» сбережений населения оказывает устойчивый курс рубля, но никак не повышенно волатильный. Во всех случаях, процесс либерализации валютной политики должен сопровождаться, по меньшей мере, интенсивным развитием рынка производных финансовых инструментов, участники которого могут взять на себя валютные риски. При этом форс-мажорные обстоятельства, позволяющие участникам рынка отказываться от выполнения контрактов, должны быть сведены к минимуму.

Снижение Банком России *ставки рефинансирования* действительно привело к общему снижению процентных ставок в экономике. С одной стороны, в совокупности с возросшей волатильностью курса рубля, это создало определенные проблемы и ограничения для притока в страну спекулятивного капитала. С другой стороны, снижение процентных ставок не вызвало роста кредитования (с учетом сохраняющихся рисков и низкой экономической активности), но привело к снижению сбережений и расширению потребления населения. Прогнозировавшийся рост объемов кредитования нефинансового сектора в 2010 г., скорее всего, будет достигнут, но совсем с иной структурой. Здесь произошел своеобразный «размен»: кредиты предприятиям увеличатся незначительно, а кредитование населения возрастет в большей степени относительно ожидавшегося уровня. Соответственно, вместо предполагавшегося заметного

роста промышленного производства будут иметь место масштабный рост импорта и ускорение инфляции (причем не только по продовольственным товарам).

Проблема состоит в том, что финансовая система, несмотря на нормальное функционирование, сегодня никак не содействует оживлению экономики. Неоправданно быстрое и значительное снижение ставки рефинансирования сформировало значительный объем избыточной ликвидности: объем средств на депозитах банков в Банке России и вложений в ОБР колеблется в последние месяцы на уровне 1.3–1.5 трлн. руб., что составляет около 20% от величины широкой денежной базы. При этом действия Банка России не стимулировали расширения кредитования реального сектора и не способствовали снижению инфляции. Как мы уже отмечали, структурные и институциональные проблемы оказались более существенными, нежели значимость реальных последствий от прямолинейного использования «классических» мер денежного регулирования. Дополнительно, есть все основания ожидать, что данный навес ликвидности будет направлен на финансирование дефицита федерального бюджета – вложения в облигации Банка России будут перенаправлены в ОФЗ.

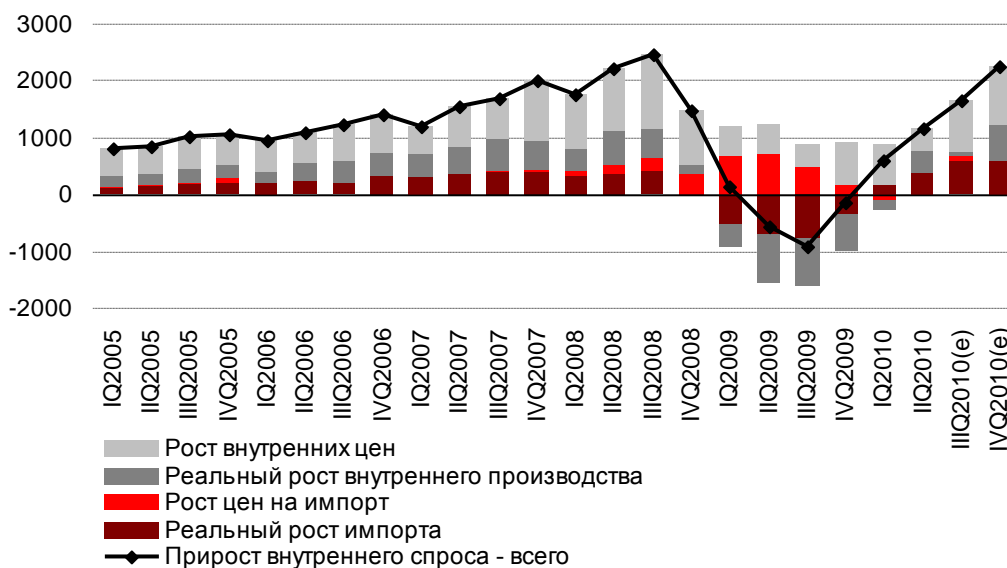
Таким образом, с традиционно рыночной точки зрения формально опасное расширение широкой денежной базы будет заменено на формально инфляционно безопасное финансирование дефицита бюджета за счет внутренних заимствований. В действительности же, с учетом того, что подавляющая доля избыточной ликвидности принадлежит государственным банками и на деле не является инфляционно опасным фактором, она будет заменена на расходы бюджета, которые стимулируют рост импорта и инфляцию.

Целевым ориентиром инфляции на 2011 г. в рамках рассматриваемого проекта принят рост цен на 6-7% независимо от представленных сценариев. Уровень инфляции является основной целью денежной политики на следующий год, однако противоречивость указанного ориентира представляется очевидной не только с учетом цен на нефть, но и темпов экономического роста. В проекте декларируется, что рост российской экономики будут определяться устойчивостью благоприятной конъюнктуры на мировых рынках сырья и капитала (внешние факторы) и расширением внутреннего спроса, в том числе за счет расширения банковского кредитования. Предполагается, что цены на нефть будут стабильными и высокими (70–75 долл./барр.), но не растущими. Также предполагается, что ставки на мировом рынке капитала будут низкими, однако масштабного (или просто заметного) притока в страну внешних инвестиций не произойдет. Таким образом, Банк России

считает, что внешние факторы не ухудшат условий развития экономики России в 2011 г., но и не улучшат их.

Потенциально возможный рост экономики (и ее выход из стагнации) возможен в результате расширения внутреннего спроса. По логике денежных властей, этому будут способствовать рост доходов (и, соответственно, расходов) населения, в том числе за счет увеличения расходов бюджета, а также рост банковского кредитования. Однако ключевым вопросом, касающимся эффективности данной модели роста, основанной на расширении внутреннего спроса, является способность российских предприятий «откликаться» на увеличение спроса ростом производства. Проведенный нами анализ показывает, что за последнее десятилетие (2000–2008 гг.) из 100 руб. прироста внутреннего спроса 53–57 руб. покрывались повышением цен на товары и услуги и 22–25 руб. – импортом; лишь 1 из 5 руб. прироста внутреннего спроса покрывался увеличением выпуска российских предприятий(!).

Прирост внутреннего спроса относительно соответствующего квартала предыдущего года и структура его покрытия, млрд. руб.



Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Как видно из приведенного здесь рисунка, последствия экономического кризиса обусловили радикальное сужение внутреннего спроса в 2009 г., прежде всего в области инвестиций. Незначительное уменьшение объемов экспорта при одновременном радикальном снижении объемов импорта предопределило рост чистого экспорта практически в полтора раза. Внешний спрос поддержал динамику российского ВВП, реальное

сокращение которого оказалось почти вдвое меньшим, чем падение внутреннего спроса. По итогам 2010 г. есть основания ожидать противоположной картины – темп реального увеличения внутреннего спроса практически вдвое может превысить темп роста реального ВВП. Таким образом, происходит восстановление предкризисного соотношения, которое в сложившейся институциональной среде является устойчивым. Это означает, что все попытки стимулировать производство за счет расширения спроса представляют собой прямую угрозу для платежного баланса (со стороны роста импорта) и делают ориентиры по инфляции в 6–7% в 2011 г. практически недостижимыми.

Более устойчивым представляется рост на основе высокой инвестиционной активности, непосредственно связанный с решением задачи модернизации российской промышленности. Однако в базовых вариантах среднесрочного прогноза, используемых экономическим блоком правительства РФ и ЦБ РФ, ускорения роста инвестиций не предполагается. В случае реального увеличения инвестиций в основной капитал на 5.0–6.0% в год в течение 2011–2013 гг. можно ожидать, что реальный прирост ВВП будет составлять порядка 4.0–4.5% в год – это устойчивый рост, но его масштабы не позволят обеспечить какие-либо качественные изменения в структуре российской экономики и потенциале ее дальнейшего развития. (Уместно напомнить, что средний темп прироста ВВП Китая на протяжении последних десяти лет составляет 10.5% в год.)

В приводимой здесь таблице представлена оценка реального прироста ВВП в зависимости от различных вариантов динамики инвестиций. Совокупный реальный прирост ВВП оценивается как сумма приростов, обусловленных отдельными составляющими – изменением расходов на конечное потребление, валовое накопление капитала и чистого экспорта. В обоих вариантах предполагалась одинаковая динамика расходов на конечное потребление. Динамика чистого экспорта несколько модифицируется по вариантам с учетом того, что в форсированном варианте импорт развивается более интенсивно, включая в первую очередь импорт инвестиционных товаров.

Расчеты показывают, что для достижения достаточно высоких темпов роста российской экономики (хотя бы на уровне около 7% в год, что рассматривается в качестве целевой установки на период уже после 2013 г.) темп реального прироста инвестиций в основной капитал должен составить в ближайшем периоде порядка 20% в год. Даже при довольно осторожном прогнозе относительно темпов инфляции это означает, что номинальный объем инвестиций должен при этом ежегодно возрастать почти на треть. Стоит

отметить, что приблизительно схожими темпами – порядка 25% – в среднем ежегодно увеличивались номинальные объемы инвестиций в основной капитал в Китае на протяжении последнего десятилетия. И если возврат к командно-административной системе в российской экономике не является основным вектором ее развития, то придется приложить немало усилий для улучшения предпринимательского климата в стране в широком смысле, позволяющего за счет внутренних и внешних ресурсов десятикратно (по сравнению с 2010 г.) увеличить объем инвестиций.

Реальный прирост ВВП, в % к предыдущему году

	2010 г. (оценка)	2011 г. (прогноз)	2012 г. (прогноз)	2013 г. (прогноз)
Инвестиции (инерционный вариант)	2.5	6.0	5.0	6.0
ВВП всего	3.7	4.1	4.2	4.3
<i>в том числе обусловлено за счет</i>				
<i>изменения:</i>				
конечного потребления	2.8	3.0	3.1	3.5
валового накопления	4.2	2.2	2.3	1.5
чистого экспорта	-3.3	-1.1	-1.2	-0.7
Инвестиции (форсированный вариант)		20.0	20.0	20.0
ВВП всего		6.5	7.1	7.4
<i>в том числе обусловлено за счет</i>				
<i>изменения:</i>				
конечного потребления		3.0	3.0	3.4
валового накопления		5.1	6.1	5.6
чистого экспорта		-1.6	-2.0	-1.6

Источник: данные Росстата; расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В заключение отметим, что денежная политика не может существовать в отрыве от фискальной политики, равно как и от ситуации в реальном секторе экономики. Приведенные в проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов» мероприятия представляются абсолютно адекватными в период стабильного развития экономики – период восстановительного роста, сохранения благоприятных внешних условий, полноценной рыночной конкуренции, выхода на тренд устойчивого роста.

Видимо, этим и объясняется крайняя ограниченность выбора параметров предлагаемых в рассматриваемом проекте сценариев – только уровень мировых цен на

нефть. Однако экономические реалии более сложны и многогранны даже в условиях сохранения ключевой роли сырьевой составляющей российской экономики. И дискуссии о параметрах коридора бивалютной корзины и объемах потенциальных интервенций Банка России на валютном рынке видятся в данном контексте важными частностями на фоне неопределенности основных движущих сил экономического роста.

Еще раз отметим, что в настоящий момент в развитии российской экономики доминируют институциональные и структурные проблемы. Инфляция сегодня мало зависит от денежного предложения (возможно, лишь на средне- и долгосрочном интервалах), но существенно – от уровня конкуренции и состояния бизнес-климата в стране. Курс рубля мало стимулирует как приток иностранных инвестиций, так и импортозамещение, но его воздействие на инфляцию значительно. Более того, либерализация валютной политики не учитывает реальной роли импорта для российских товаропроизводителей, невозможность его замещения в кратко- и среднесрочном периодах и, соответственно, формирует риски удорожания отечественной продукции и повышенного ценового фона.

Представляется, что Банк России должен учитывать при осуществлении денежной политики все перечисленные выше ограничения и разрабатывать более реалистичную денежную программу с возможными мерами стимулирования и ограничений в деятельности финансовых компаний, корпораций и населения. Поскольку устойчивой и сбалансированной денежная программа должна быть не только, и не столько, к внешней среде, но и к реалиям российской экономики.