

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

П. В. Трунин
С. М. Дробышевский

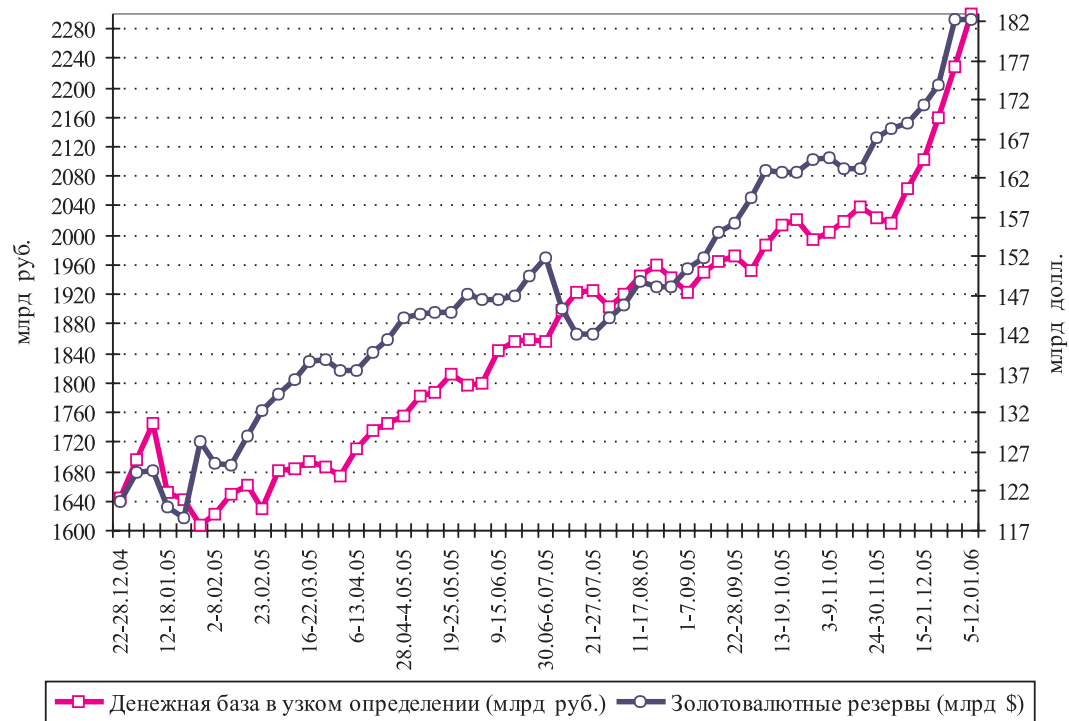
научные сотрудники Института проблем переходного периода (Москва)

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Основным событием в денежно-кредитной сфере РФ в 2005 г. стал быстрый рост цен в первой половине года. Во второй половине года инфляция замедлилась и по итогам января — декабря даже оказалась меньше аналогичного значения за 2004 г.

1. Денежный рынок

В 2005 г. наблюдался значительный рост золотовалютных резервов РФ (рис. 1). Основным фактором роста стали рекордные цены на основные товары российско-



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 1. Динамика денежной базы и золотовалютных резервов в 2004—2005 гг.

го экспорта, прежде всего, — на нефть. Сокращение резервов (по итогам месяца) наблюдалось лишь в июле и было обусловлено досрочной выплатой внешнего государственного долга перед Парижским клубом кредиторов в размере более 15 млрд долл. США. К концу года объем золотовалютных резервов достиг рекордного для всей истории РФ величины в 182,24 млрд долл. США.

Однако для поддержания стабильного курса национальной валюты Банк России был вынужден покупать поступающую в страну валюту, увеличивая тем самым предложение денег. Рассмотрим динамику денежного предложения более подробно.

За I квартал 2005 г. денежная база (в широком определении¹) сократилась на 130,2 млрд руб. до 2,26 трлн руб. (–5,5%). Объем денежной базы в широком определении на 1 января 2005 г. равнялся 2,39 трлн руб. За аналогичный период предшествующего года она увеличилась на 1,2%. Наличные деньги в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций на 1 апреля составляли 1,58 трлн руб. (–5,4% по сравнению с 1 января), корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России — 326,9 млрд руб. (–33%), обязательные резервы — 133,4 млрд руб. (+9,6%), депозиты банков в Банке России — 149,8 млрд руб. (+63,9%), стоимость облигаций Банка России у кредитных организаций — 60,6 млрд руб. (рост в 5,2 раза), обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг — 2,1 млрд руб. (–16%), а средства резервирования по валютным операциям, внесенные в Банк России — 4,2 млрд руб. (–10,6%). Снижение в I квартале прошедшего года объема наличных денег в обращении (–5,4%) при росте обязательных резервов (+9,6%) привело к уменьшению денежной базы в узком определении (наличность + обязательные резервы)² на 0,4% (рис. 1). При этом в январе — марте выросли золотовалютные резервы ЦБ РФ (на 11,6%) и составили на 1 апреля 137,4 млрд долл. Одновременно происходила стерилизация ликвидности в Стабилизационном фонде, объем которого на 1 апреля равнялся 768,5 млрд руб. (рост на 246,2 млрд руб. за I квартал).

За II квартал 2005 г. денежная база (в широком определении) сократилась на 52,7 млрд руб. до 2,31 трлн руб. (на 2,3%). Объем денежной базы в широком определении на 1 апреля 2005 г. равнялся 2,26 трлн руб. За аналогичный период предшествующего года она сократилась на 0,9%. Наличные деньги в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций на 1 июля составляли 1,76 трлн руб. (рост на 11,2% по сравнению с 1 апреля), корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России — 282,7 млрд руб. (–13,5%), обязательные резервы — 137,2 млрд руб. (+2,8%), депозиты банков в Банке России — 34,4 млрд руб. (–77%), стоимость облигаций Банка России у кредитных организаций — 93,2 млрд руб. (+53,8%), обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг — 0 руб. (–2,1 млрд руб. по сравнению с 1 апреля того же года), а средства резервирования по валютным операциям, внесенные в Банк России — 5,7 млрд руб. (+35,7%). Рост во II квартале прошлого года объема наличных денег в обращении (+11,2%) при одновременном увеличении обязательных резервов (+2,8%) привел к расширению денежной базы в узком определении (наличность + обязательные резервы) на 10,2% (см. рис. 1). При этом в апреле — июне выросли золотовалютные резервы ЦБ РФ (+10,3%) и составили на 1 июля 151,6 млрд долл.

¹ Денежная база РФ в широком определении помимо выпущенных в обращение Банком России наличных денег и остатков на счетах обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в национальной валюте, депонируемым в Банке России, учитывает средства на корреспондентских счетах кредитных организаций и депозитов банков, размещенных в Банке России.

² Напомним, что денежная база в узком определении полностью контролируется ЦБ РФ в отличие от денежной базы в широком определении.

За III квартал 2005 г. денежная база (в широком определении) выросла на 236,2 млрд руб. до 2,55 трлн руб. (+10,2%). Объем денежной базы в широком определении на 1 июля 2005 г. равнялся 2,31 трлн руб. За аналогичный период предшествующего года она сократилась на 4,8%. Наличные деньги в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций на 1 октября составляли 1,86 трлн руб. (+5,7% по сравнению с 1 июля), корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России — 380,4 млрд руб. (+34,6%), обязательные резервы — 150 млрд руб. (+9,3%), депозиты банков в Банке России — 64,4 млрд руб. (+87,2%), стоимость облигаций Банка России у кредитных организаций — 87 млрд руб. (–6,7%), обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг — 0 руб. (не изменились), а средства резервирования по валютным операциям, внесенные в Банк России — 7,4 млрд руб. (+29,8%). Рост в III квартале прошлого года объема наличных денег в обращении (+5,7%) при одновременном увеличении обязательных резервов (+9,3%) привел к расширению денежной базы в узком определении на 6% (рис. 2). При этом в июле — сентябре выросли золотовалютные резервы ЦБ РФ (+5,3%) и составили на 1 октября 159,6 млрд долл. Одновременно происходила стерилизация ликвидности в Стабилизационном фонде, объем которого на 1 октября равнялся 960,7 млрд руб. (+342,8 млрд руб. за III квартал).

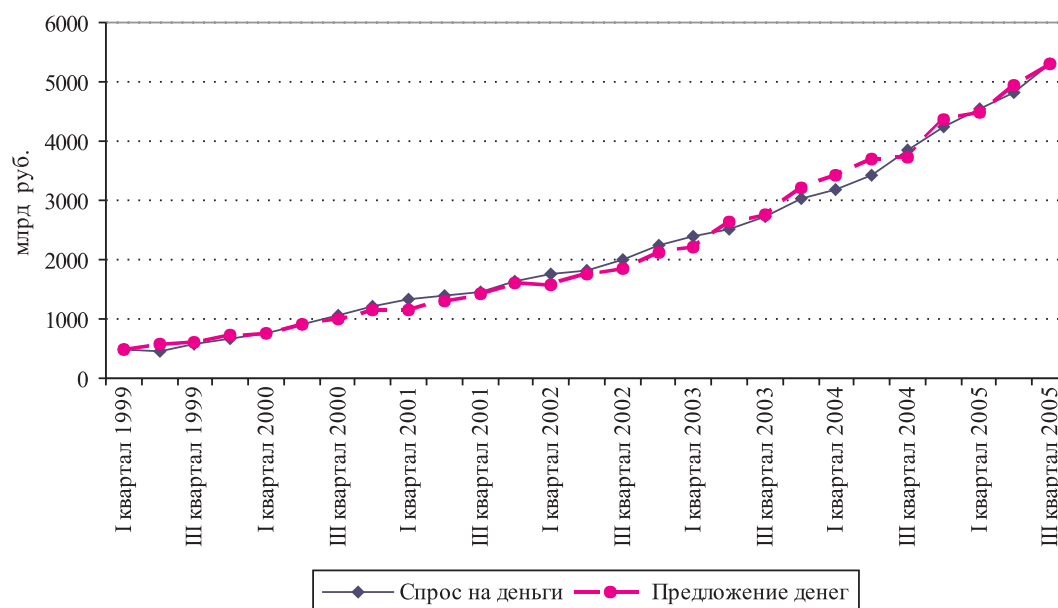
Наконец, за IV квартал 2005 г. денежная база (в широком определении) выросла на 375,2 млрд руб. до 2,91 трлн руб. (+14,8%) и ее объем на 1 октября 2005 г. составил 2,54 трлн руб. При этом наличные деньги в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций на 1 января 2006 г. составляли 2,2 трлн руб. (+18,3% по сравнению с 1 октября), корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России — 508,6 млрд руб. (+35,8%), обязательные резервы — 161,4 млрд руб. (+7,6%), депозиты банков в Банке России — 7,2 млрд руб. (–88,8%), стоимость облигаций Банка России у кредитных организаций — 32,8 млрд руб. (–62,3%), обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг — 0 руб. (по сравнению с 1 октября того же года изменений не произошло), а средства резервирования по валютным операциям, внесенные в Банк России, — 8,8 млрд руб. (+18,9%).

Рост в IV квартале 2005 г. объема наличных денег в обращении (+18,3%) при одновременном увеличении обязательных резервов (+7,6%) привел к расширению денежной базы в узком определении на 9,6% (см. рис. 1). При этом золотовалютные резервы ЦБ РФ выросли в IV квартале на 14,2% и составляли на 1 января 2006 г. 182,2 млрд долл. Значительная часть поступающей в страну ликвидности аккумулировалась в Стабилизационном фонде РФ, объем которого на 1 января 2006 г. составил 1,237 трлн руб. (+510,5 млрд руб. по сравнению с 1 октября 2005 г.).

Таким образом, по итогам 2005 г. наблюдался менее значительный прирост денежного предложения, чем в 2004 г. При этом в прошедшем году активно проводилась стерилизация поступающей в страну валютной выручки в Стабилизационном фонде, объем которого по итогам января — декабря превысил 1,23 трлн руб. Для оценки успешности усилий денежных и финансовых властей по стерилизации предложения денег проанализируем его избыточность.

Для этого оценим уравнение спроса на деньги вида $\frac{M_t}{GDP_t} = a_0 + a_1 Y_t + a_2 \Delta p_t + a_3 t + \varepsilon_t$, где M_t — денежная масса M2, GDP_t — номиналь-

ный ВВП, Y_t — объем ВВП (в ценах 1995 г.), Δp_t — индекс потребительских цен, t — время. Оценивание осуществлялось на квартальных данных за 1999—2005 гг. Полученные остатки могут быть проинтерпретированы как избыточное предложение денег. На рис. 2 приведены графики фактического предложения денег и оцененного спроса на деньги.

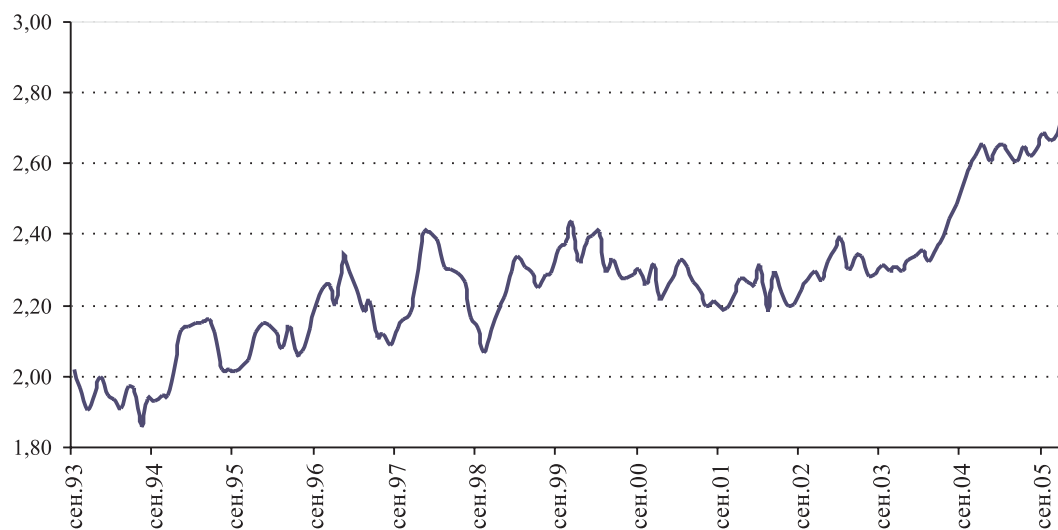


Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

Рис. 2. Динамика спроса на деньги и предложения денег (денежный агрегат M2) в I квартале 1999 — III квартале 2005 гг.

Можно заметить, что на протяжении практически всего 2004 г. предложение денег превышало спрос на деньги. По всей видимости, это стало одним из важнейших факторов высокой инфляции в первой половине 2005 г.

Отметим также, что, несмотря на увеличение денежной массы, денежный мультипликатор в РФ остается на низком уровне (рис. 3). Так, в Болгарии данный показатель (рассчитанный на базе данных IFS) во II квартале 2005 г. равнялся 3,15, в Эстонии — 3,83, в Венгрии — 5,07, в Латвии — 2,96, в Литве — 3,24, а в Словакии — 5,87. На этом фоне значение 2,8, достигнутое к кон-



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

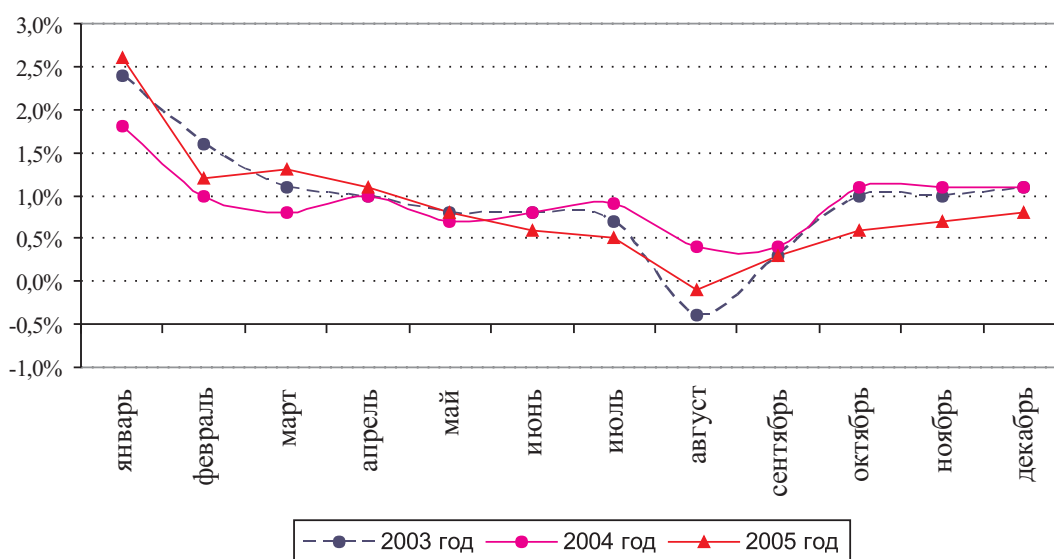
Рис. 3. Денежный мультипликатор в РФ в 1993—2005 гг.

цу 2005 г., является очень незначительным, что отражает слабое развитие банковской системы страны.

Таким образом, анализ ситуации на денежном рынке РФ позволяет говорить о том, что высокая инфляция в начале 2005 г. была вполне закономерной, и одной из ее причин стало превышение предложения денег над спросом на них в 2004 г. Рассмотрим теперь инфляционные процессы более подробно и попытаемся выявить также немонетарные факторы инфляционных процессов в РФ.

2. Инфляционные процессы

В начале 2005 г. произошло значительное ускорение инфляции по сравнению с 2004 г. (рис. 4). В результате уже по итогам первого полугодия стало яс-

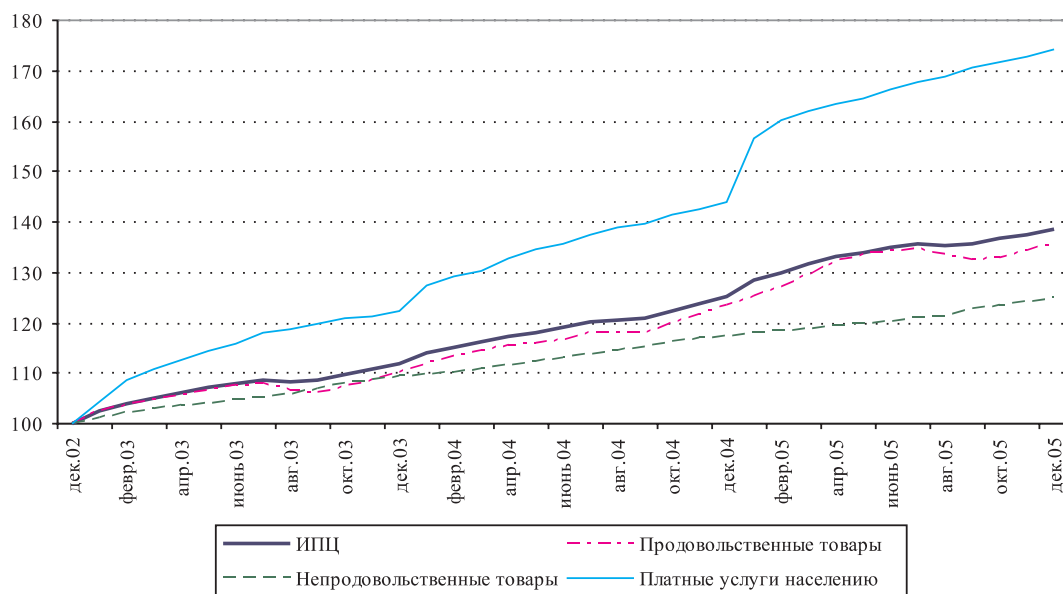


Источник: Росстат.

Рис. 4. Динамика ИПЦ в РФ в 2003–2005 гг.

но, что уложиться в правительственный план по целевому значению инфляции на 2005 г. (8,5%) не удастся: за январь — июнь темп прироста ИПЦ к декабрю 2004 г. составил 7,8%. Заметим, что весной 2005 г. целевой ориентир был повышен до 10%. Но и его выполнение оказалось невозможным: по итогам 2005 г. инфляция в РФ достигла 10,9%. Рассмотрим, как развивалась ситуация с инфляцией в течение года.

Значение индекса потребительских цен в I квартале прошлого года составило 5,3% (3,5% в I квартале 2004 г. (рис. 5)). В группе продовольственных товаров цены выросли на 4,9% (3,8% в январе — марте 2004 г.). По итогам I квартала сильнее всего подорожали плодоовощная продукция (+24%), мясо и птица (+6,9%), рыба и морепродукты (+6,3%). Удешевление наблюдалось в товарных группах сахар-песок (-0,8%) и крупа и бобовые (-1,2%). Таким образом, по итогам первых трех месяцев 2005 г. основной вклад в рост цен на продовольственные товары внесло удорожание плодоовощной продукции, цены на которую выросли почти на четверть (+10,1% в январе — марте 2004 г.). Значительный вклад в прирост ИПЦ продолжало вносить увеличение цен на платные услуги населению — 12,6% (6,4% в I квартале 2004 г.). В то же время от месяца к месяцу в I квартале происходило замедление темпов роста цен на платные услуги. При этом, если в январе 2005 г. больше всего подорожали услуги ЖКХ



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 5. Динамика потребительских цен в 2003—2005 гг. (01.01.2003 = 100)

(+19,4%), то в феврале темп прироста цен на них снизился до +4%, а в марте — до +1,9%. За первые три месяца 2005 г. сильнее всего, тем не менее, подорожали именно услуги ЖКХ (+26,5% против 13,1% в предшествующем году), а также услуги дошкольного воспитания (+16,7% против +8,4% за аналогичный период 2004 г.). Что касается непродовольственных товаров, то в I квартале они подорожали в среднем на 1,1% (в I квартале 2004 г. прирост составил +1,4%). Отметим продолжавшееся снижение стоимости автомобильного бензина (–1,6%). В то же время удешевление бензина наблюдалось лишь в январе — феврале, а в марте цены на него увеличились на 0,3%. Увеличение базового индекса потребительских цен¹ в I квартале 2005 г. составило 2,4% (за аналогичный период 2004 г. — 2,4%). Таким образом, основной причиной всплеска инфляции в начале 2005 г. стал резкий рост тарифов на платные услуги населению. Одновременно в январе — марте наблюдалось довольно значительное удорожание плодоовощной продукции.

По итогам первого полугодия 2005 г. значение индекса потребительских цен составило 8% (6,1% в первом полугодии 2004 г. (см. рис. 4)). В группе продовольственных товаров цены выросли на 8,6% (6% в январе — июне 2004 г.). При этом основной вклад в рост цен на продовольственные товары внесло удорожание плодоовощной продукции, цены на которую выросли почти в полтора раза. Свой вклад в прирост ИПЦ продолжало вносить увеличение цен на платные услуги населению — 15,4% (11% в первом полугодии 2004 г.). В мае — июне темп роста цен на них стабилизировался на уровне 0,8–0,9% в месяц. За первые шесть месяцев 2005 г. сильнее всего, как и по итогам первого квартала, подорожали услуги ЖКХ (29,1% против 18,6% в 2004 г.), а также услуги дошкольного воспитания (21,9% против 12,5% за аналогичный период 2004 г.). Что касается непродовольственных товаров, то в первом полугодии они подорожали в среднем на 2,4% (в первом полугодии 2004 г. прирост составил 3,4%). Увеличение базового индекса потребительских

¹ Базовый индекс потребительских цен — показатель, отражающий уровень инфляции на потребительском рынке с исключением сезонного (цены на плодоовощную продукцию) и административного (тарифы на регулируемые виды услуг и др.) факторов, рассчитывается Росстатом.

цен в первом полугодии 2005 г. равнялось 4,4% (за аналогичный период 2004 г. — 4,3%). Таким образом, основной причиной значительной инфляции в первом полугодии прошлого года стал резкий рост тарифов на платные услуги населению в начале года, а также удорожание плодоовощной продукции.

Значение индекса потребительских цен за 9 месяцев 2005 г. составило 8,6% (8% в январе — сентябре 2004 г. (см. рис. 1)). Таким образом, во втором полугодии темп роста цен замедлился по сравнению с 2004 г. В группе продовольственных товаров цены выросли на 7,1% (7,2% в январе — сентябре 2004 г.). По итогам января — сентября основной вклад в рост цен на продовольственные товары внесло удорожание мяса, птицы и рыбы. Значительный вклад в прирост ИПЦ продолжило вносить увеличение цен на платные услуги населению — 18,5% (14,3% в январе — сентябре 2004 г.). За 9 месяцев 2005 г. сильнее всего подорожали услуги ЖКХ (31,2% против 21,8% в 2004 г.), а также услуги дошкольного воспитания (27% против 19,7% за аналогичный период 2004 г.). Что касается непродовольственных товаров, то за 9 месяцев они подорожали в среднем на 4,5% (за 9 месяцев 2004 г. прирост составил 5,5%). В январе — сентябре больше всего увеличились цены на автомобильный бензин (15,1%). Заметим, что более половины прироста цен на бензин пришлось на сентябрь, когда он подорожал сразу на 7,9%. Кроме того, за январь — сентябрь значительно выросли цены на строительные материалы (+7,5% по сравнению с +6,6% за аналогичный период 2004 г.). Увеличение базового индекса потребительских цен с начала 2005 г. составило 6,3% (за аналогичный период 2004 г. — 6,8%). Таким образом, основными причинами значительной инфляции по итогам 9 месяцев 2005 г. являлось значительное удорожание услуг ЖКХ и автомобильного бензина.

Наконец, по итогам года значение ИПЦ составило 10,9%. Таким образом, инфляция в 2005 г. оказалась меньше, чем в 2004, хотя и значительно превысила первоначальные правительственные прогнозы. В группе продовольственных товаров цены выросли на 9,6% (12,3% в 2004 г.). По итогам января — декабря основной вклад в рост цен на продовольственные товары внесло удорожание мяса и птицы, плодоовощной продукции, рыбы и морепродуктов, молока и молочных изделий, а также сливочного масла. Наиболее значительный вклад в прирост ИПЦ за год внесло увеличение цен на платные услуги населению — 21% (17,7% в 2004 г.). За 12 месяцев 2005 г. сильнее всего подорожали услуги ЖКХ (32,7% против 23,5% в предшествующем году), а также услуги дошкольного воспитания (32,1% против 21,6% за аналогичный период 2004 г.). Что касается непродовольственных товаров, то за 12 месяцев они подорожали в среднем на 6,4% (за 12 месяцев 2004 г. прирост составил 7,4%). В январе — декабре больше всего увеличились цены на бензин автомобильный (+15,8%). Рост базового индекса потребительских цен с начала 2005 г. составил 8,3% (за аналогичный период 2004 г. — 10,5%). Таким образом, основными причинами значительной инфляции по итогам 2005 г. являлись заметное удорожание платных услуг населению и автомобильного бензина.

Рассмотрим, какие факторы оказывают наибольшее влияние на инфляцию в последние годы. С 1999 г. в российской экономике наблюдался устойчивый тренд к снижению годовых значений индекса потребительских цен. Он был обусловлен проведением умеренно-жесткой денежно-кредитной политики после финансового кризиса 1998 г., а также поддержанием профицита федерального бюджета. Однако, начиная с 2003 г., снижение инфляции прекратилось, и годовой рост потребительских цен стабилизировался на уровне около 12%.

Для анализа препятствий к снижению темпов роста потребительских цен рассмотрим основные составляющие инфляции в этот период. На рис. 5 показана динамика трех основных компонент ИПЦ — темпа роста цен на продовольственные товары, непродовольственные товары и платные услуги населению.

нию в 2003—2005 гг. Можно заметить, что на протяжении данного периода платные услуги населению дорожали значительно быстрее остальных товаров, входящих в потребительскую корзину. С начала 2003 г. по декабрь 2005 г. потребительские цены выросли в среднем на 38,7%, а платные услуги населению — на 74,2%, т. е. почти в два раза больше.

Из приведенных в табл. 1 данных видно, что одним из важнейших компонентов инфляции в 2003—2005 гг. стал рост тарифов на услуги ЖКХ: цены на них выросли за январь 2003 — декабрь 2005 г. более чем вдвое. Далее по величине вклада в общий темп инфляции можно выделить повышение цен на базовые услуги пассажирского транспорта (55,4%). Быстро увеличивались цены на мясо и птицу (55,5%), хлеб и хлебобулочные изделия (56,7%).

Анализ динамики цен и тарифов на услуги и товары естественных монополий (электроэнергия, газ, грузовые перевозки) в 2002—2005 гг. показывает, что на протяжении рассматриваемого периода наибольшими темпами росли тарифы на газ и на грузовые перевозки. Тарифы на электроэнергию лишь незначительно превышали темпы роста ИПЦ.

Таблица 1

Основные факторы роста потребительских цен в 2003—2005 гг. (коэффициент прироста), в %

	2003	2004	2005	январь 2003 — декабрь 2005
ИПЦ	12,0	11,7	10,9	38,7
Продовольственные товары	10,2	12,3	9,6	35,6
Хлеб и хлебобулочные изделия	30,4	16,7	3,0	56,7
Крупа и бобовые	17,0	11,6	0,2	30,8
Макаронные изделия	14,0	14,6	1,9	33,1
Молоко и молочная продукция	13,1	12,8	10,5	41,0
Мясо и птица	8,9	19,6	18,6	54,5
Рыба и морепродукты	9,9	11,5	12,7	38,1
Непродовольственные товары	9,2	7,4	6,4	24,8
Бензин автомобильный	16,8	31,3	15,8	77,6
Платные услуги населению	22,3	17,7	21,0	74,2
Жилищно-коммунальные услуги	28,7	23,5	32,7	110,9
Услуги пассажирского транспорта	13,7	18,0	15,8	55,4
Услуги организаций культуры	21,8	19,9	17,7	71,9
Услуги дошкольного воспитания	15,1	21,6	32,1	84,9

Источник: Росстат, расчеты ИЭПП.

Таким образом, основными немонетарными факторами инфляции остаются быстрый рост цен на платные услуги населению и удорожание автомобильного бензина. В таких условиях эффективными мерами снижения инфляции могли бы стать сдерживание темпа роста тарифов на услуги естественных монополий, а также создание внутренней биржи нефти и нефтепродуктов.

Отметим также, что невыполнение целевого ориентира по инфляции на 2005 г. (8—10%), по всей видимости, приведет к росту инфляционных ожиданий. В совокупности с замедлением темпов увеличения ВВП в реальном выражении это может выразиться в достаточно серьезном снижении темпов роста спроса на деньги в 2006 г. Поэтому при сохранении текущего уровня расширения предложения денег может произойти рост инфляции. Напомним, что в 2006 г. Правительством планируется снижение инфляции до уровня 8%, что при указанных выше обстоятельствах вполне может оказаться недостижимым.

В завершение сравним темпы роста потребительских цен в РФ и других странах СНГ (табл. 2). Как можно заметить, подавляющее большинство стран СНГ достигло гораздо больших успехов в борьбе с инфляцией, чем РФ.

Таблица 2

Прирост индекса потребительских цен в странах СНГ в 2000—2005 гг., в %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ¹
Азербайджан	2	2	3	2	7	5,1
Армения	-1	3	1	5	7	-2,6
Беларусь	169	61	43	28	18	6,2
Грузия	4	5	6	5	6	4,4
Казахстан	13	8	6	6	7	6,9
Кыргызстан	19	7	2	3	4	4,6
Молдова	31	10	5	12	12	8,7
Россия	20	19	15	12	12	10,9
Таджикистан	24	37	10	17	7	5,9
Украина	28	12	1	5	9	9,4

Источник: Межгосударственный статкомитет СНГ.

Следовательно, нельзя говорить о том, что быстрый рост потребительских цен в РФ является наследием инфляции 1990-х гг. По всей видимости, это достаточно серьезная своеобразная проблема, причинами которой могут быть как рост денежного предложения, вызванный необходимостью поддержания стабильного курса рубля, высокая монополизация рынков, быстрый рост цен на платные услуги, так и другие, не выясненные пока причины.

Переходя к прогнозу темпов роста потребительских цен в 2006 г., необходимо отметить, что в условиях сохраняющихся высоких цен на нефть на мировом рынке, обеспечивающих приток валюты в страну, быстрое сокращение темпов инфляции практически не реализуемо (см. ниже раздел «Долгосрочные проблемы денежной и курсовой политики»). По нашим оценкам, при среднегодовых ценах на нефть на уровне 40—50 долл. за баррель (сорт Brent) темпы роста денежной массы будут находиться в пределах 25—30% за год, что означает сохранение годовой инфляции на уровне 9,5—10,5%.

3. Основные мероприятия в области денежно-кредитной политики

Банк России с 15 марта 2005 г. установил следующую структуру бивалютной корзины для проведения курсовой политики: 20% евро и 80% долларов США, с 16 мая доля евро была повышена до 30%, с 1 августа — до 35%, а со 2 декабря — до 40%. Напомним, что 1 февраля Банк России начал использовать в качестве операционного ориентира для проведения курсовой политики стоимость корзины валют, в которой удельный вес евро равнялся 10%, а доллара США — 90%. Изменение структуры корзины направлено на уменьшение волатильности курса рубля к валютам основных торговых партнеров РФ.

В марте 2005 г. представители Банка РФ заявили, что при сохранении цены отсечения для целей формирования стабилизационного фонда на прежнем уровне операции по стерилизации денежной массы будут доминировать над операциями по рефинансированию. При повышении же цены отсечения Центробанк мог бы шире использовать возможности по рефинансированию банков.

С 1 июня 2005 г. вступили в силу изменения в положении Банка России «Об обязательных резервах кредитных организаций», которые предусматривают принятие в счет выполнения кредитными организациями обязанности по усреднению обязательных резервов остатков денежных средств, числящихся не только на корреспондентском счете головного офиса кредитной организации, но и на корреспондентских субсчетах ее филиалов, открытых в Банке России. Данная

¹ По всем странам, за исключением РФ, информация приведена за январь — ноябрь 2005 г., для РФ — за 2005 г. в целом.

мера в определенном смысле эквивалентна снижению обязательных резервных требований, что может привести к росту денежного мультипликатора и денежного предложения в экономике.

В мае представители ЦБ заявили, что, возможно, вскоре Банк России начнет рефинансировать банки под залог нестандартных активов, которыми могут стать обязательства эмитентов без кредитного рейтинга и рыночных котировок. Данная мера вполне укладывается в русло последних мер ЦБ по облегчению рефинансирования коммерческих банков. В ломбардный список ранее уже были включены обязательства Агентства по ипотечному жилищному кредитованию и Московского ипотечного агентства. Впрочем, банкирам этого показалось недостаточно. Предполагается, что финансирование под залог нестандартных активов будет регулироваться отдельной инструкцией. В случае воплощения планов ЦБ в жизнь, такое событие может быть расценено позитивно, так как облегчение рефинансирования будет препятствовать возникновению кризисов, аналогичных случившемуся летом 2004 г.

В мае Президент РФ подписал Закон «О Центральном банке», который устанавливает специальный порядок выпуска Банком России краткосрочных облигаций. Ранее правительство обязало ЦБ проводить регистрацию проспекта эмиссии займа в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и Минюсте. Но по новому закону эмиссия облигаций Банка России будет осуществляться без государственной регистрации их выпуска, без проспекта эмиссии этих облигаций и без государственной регистрации отчета об итогах выпуска облигаций. Кроме того, решение о выпуске облигаций, будет приниматься Советом директоров Банка России. На настоящий момент доходность облигаций ЦБ значительно ниже среднерыночной. Интерес эти бумаги представляют лишь для тех банков, которые проводят операции РЕПО с ЦБ, так как эти бумаги могут приниматься в качестве залога. Вообще говоря, данный инструмент можно рассматривать как одно из средств стерилизации денежной массы.

В 2005 г. Советом директоров Банка России было принято решение о выпуске в обращение банкноты Банка России образца 1997 г. номиналом 5000 руб. По мнению представителей ЦБ РФ, необходимость выпуска в обращение банкноты номиналом 5000 руб. обусловлена потребностью налично-денежного оборота, ростом средней заработной платы в стране. Введение банкноты номиналом 5000 руб. в платежный оборот предполагается в 2006 г.

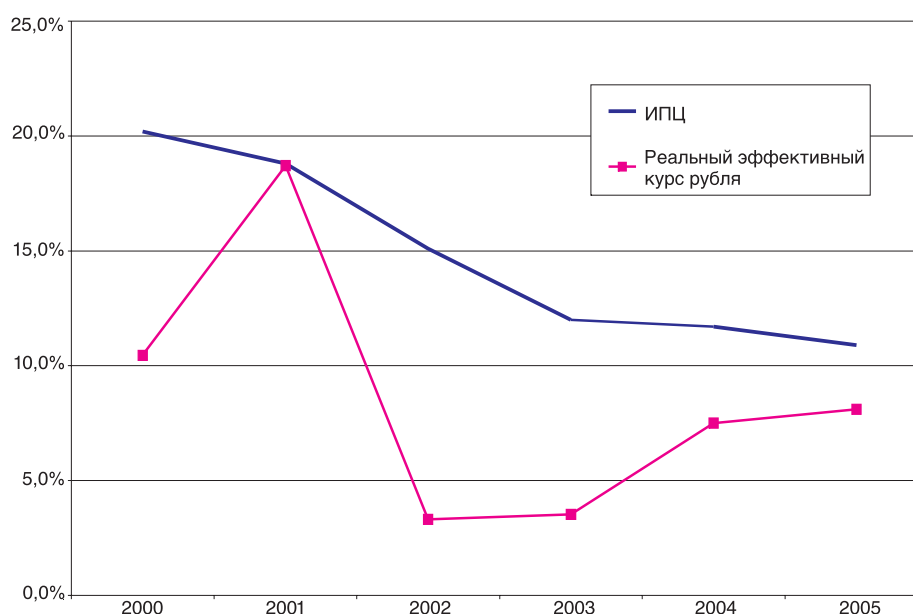
16 ноября 2005 г. Банк России направил в Госдуму новый вариант основных направлений денежно-кредитной политики на 2006 г. Напомним, что в середине октября прошедшего года комитет Государственной Думы по бюджету и налогам уже рассмотрел проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 г.». Однако, по мнению членов комитета, опыт реализации ДКП свидетельствует о значительном расхождении прогнозных и фактических показателей темпов инфляции, что во многом обусловлено заниженными оценками стоимости барреля нефти. В связи с этим в обновленный проект основных направлений был включен вариант расчетов, основанный на прогнозной цене на нефть марки «URALS» 60 долл. за баррель.

В конце 2005 г. появилась информация о том, что с 2006 г. публикация данных о золотовалютных резервах РФ будет осуществляться на основе оценки золота по котировкам Банка России. До этого для этих целей использовалась условная цена, равная 300 долл. США за тройскую унцию. Согласно сообщениям представителей ЦБ изменение в статистическом учете связано с необходимостью приведения публикуемых данных в соответствие с текущей ситуацией на рынке. Напомним, что в течение всего 2005 г. цена золота превышала уровень 400 долл. за тройскую унцию.

4. Долгосрочные проблемы денежной и курсовой политики

Денежная и курсовая политика в России после финансового кризиса 1998 г. вызывает многочисленные дискуссии. Нам представляется, что на протяжении прошедших после кризиса лет эта политика была достаточно взвешенной и позволила обеспечить необходимые условия для происходящего в стране экономического роста. Тем не менее, наблюдающийся в настоящее время относительно высокий уровень инфляции, приводящий к постоянному и достаточно быстрому укреплению рубля, а также понимание высокой степени зависимости ситуации в денежной сфере и на валютном рынке от внешнеэкономической конъюнктуры требуют обсуждения вопросов долгосрочной финансовой политики.

На рис. 6 показана совместная динамика индекса потребительских цен и реального эффективного курса рубля. Как видно из данного графика, с 2003 г. темпы укрепления реального обменного курса рубля ускорились. В этот же период произошла и стабилизация темпов прироста ИПЦ на уровне 11–12% в год.



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 6. Годовые темпы прироста индекса потребительских цен и реального эффективного обменного курса рубля (2005 г. — по данным за 10 месяцев)

Если сравнивать ситуацию существования высоких цен на нефть и другие энергоносители на мировых рынках в течение нескольких лет с аналогичной ситуацией для низких цен на нефть, то следует отметить, что одним из основных различий во внешних условиях проведения денежно-кредитной и валютной политики является разная ситуация с сальдо платежного баланса и равновесным значением реального обменного курса (равновесным с точки зрения сбалансированности платежного баланса).

При переходе к периоду высоких мировых цен на нефть значительное положительное сальдо торгового баланса и приток капитала обуславливают общее положительное текущее сальдо и высокий равновесный реальный обменный курс, что создает тенденцию к укреплению реального курса рубля либо за счет роста внутренних цен, либо за счет укрепления номинального обменного курса.

И наоборот, при переходе к периоду низких мировых цен на нефть, текущее сальдо платежного баланса отрицательно из-за отрицательного сальдо торгового

баланса и оттока капитала, равновесное значение реального обменного курса сокращается, обуславливая тенденцию к ослаблению реального обменного курса рубля.

При анализе этих ситуаций необходимо отметить, что, несмотря на кажущуюся симметрию ситуаций снижения и роста цен на нефть, с учетом издержек инфляции и колебаний обменного курса для населения и реального сектора денежно-кредитная и валютная политика в этих случаях должны ключевым образом различаться.

При определенных предпосылках можно показать, что для России рациональной политикой в рассматриваемой сфере при высоких ценах на энергоносители на мировом рынке является поддержание умеренных темпов (сдерживание темпов) роста реального курса рубля при достаточно низкой инфляции. Такая политика сводится, фактически, к политике одностороннего таргетирования инфляции, т. е. задания верхней (предпочтительно — понижающейся от года к году) границы годовых темпов роста цен. Поведение Центрального банка РФ на валютном рынке определяется возможностями по стерилизации эмиссии, возникающей в результате поддержки номинального курса рубля, необходимого для обеспечения желаемых темпов роста реального курса рубля в условиях фактической инфляции.

При снижении цен на энергоносители рациональной политикой представляется плавное, но относительно быстрое снижение реального курса рубля до значений, обеспечивающих равновесие счета текущих операций.

В обоих случаях, разумеется, большое значение имеет состояние сальдо капитальных операций, которое в России в серьезной степени зависит от положения в области внешней торговли.

Рассмотрим отдельно ситуацию низких и высоких цен на энергоносители.

При благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре. Рассматриваемый случай соответствует сегодняшней российской ситуации, когда рубль стремится к укреплению, которое может обеспечить равновесие платежного баланса, а Центральный банк противодействует этому процессу, осуществляя интервенции на валютном рынке, и в результате наращивает валютные резервы и денежную массу. При отсутствии эффективных механизмов стерилизации интервенций, осуществляемых ЦБ, возникающая инфляция противодействует решению задачи сдерживания высоких темпов укрепления реального курса рубля. Равновесие счета текущих операций могло бы быть достигнуто за счет укрепления номинального курса рубля, если бы ЦБ не проводил интервенции или проводил их в меньшем объеме, чем необходимо для поддержания стабильного номинального курса. В таком случае реальное укрепление рубля происходило бы в меньшей степени, чем в настоящее время, за счет инфляции, поскольку вызывалось бы номинальным движением курса и соответствовало бы меньшим размерам монетизации положительного внешнеторгового сальдо.

Однако нам представляется, что вне зависимости от результативности такой политики, с точки зрения сдерживания темпов роста реального курса рубля подобный подход мог бы иметь негативные последствия из-за сильной реакции номинального обменного курса на внешние шоки. Использование номинального обменного курса в качестве инструмента, обеспечивающего приспособление экономики к новым условиям, затрудняется его чрезмерной реакцией на внешние изменения (эффект «перелета»), а также возможностью спекулятивных атак на рубль со стороны участников валютного рынка. В результате при плавающем обменном курсе изменения условий внешней торговли могут приводить к немедленным и резким изменениям относительных цен и конкурентоспособности отечественных предприятий, причем к изменениям большим, чем это необходимо для установления равновесия. Если же Центральный банк сдерживает изменения номинального курса за счет валютных интервенций, то движение ре-

ального курса к равновесному состоянию может быть осуществлено медленно и постепенно.

При этом мы исходим из того, что в настоящее время занижение реального курса рубля по сравнению со значением, обеспечивающим равновесие торгового баланса, способствует поддержанию стабильного экономического роста. При равновесном курсе национальной валюты значительная часть производств в настоящее время может оказаться неконкурентоспособной. В результате экономика будет все больше специализироваться на добыче и первичной переработке сырья, что вряд ли является разумной стратегией в условиях высокой изменчивости конъюнктуры мировых рынков сырья и ограниченности их экономических запасов. Кроме того, заниженный реальный курс рубля соответствует имеющемуся на настоящий момент соотношению уровней производительности труда в РФ и развитых экономиках.

Таким образом, если исходить из необходимости поддерживать низкие темпы роста реального курса рубля в условиях положительного сальдо внешней торговли, то политика, осуществляемая ЦБ и Министерством финансов РФ, в целом весьма рациональна. Однако последние два года из-за установления экстремально высоких цен на энергоносители финансовые власти испытывают недостаток инструментов стерилизации избыточного предложения денег, возникающего вследствие валютных интервенций ЦБ. В результате инфляция, не снижающаяся в последние годы ниже 11,5—12%, вызывает ускоренное укрепление рубля.

На практике стерилизация осуществляется с помощью двух инструментов: профицита бюджета (в форме накопления средств на счетах государственных органов и формирования Стабилизационного фонда) и накопления избыточных резервов коммерческих банков на счетах в ЦБ¹. Данные инструменты требуют своего дальнейшего развития. Так следует рассмотреть возможность создания либо в рамках Стабфонда, либо независимо от него (на аналогичных принципах) фонда, за счет которого при высокой конъюнктуре внешней торговли будет обеспечиваться формирование накопительных пенсий гражданам России. Накопление избыточных резервов банками, затрагивающее в настоящее время в основном банки, контролируемые государством (Сбербанк РФ, Внешторгбанк РФ), осуществляется, скорее всего, с учетом пожеланий денежных властей. В то же время могут быть повышены процентные ставки для коммерческих банков по их депозитам в ЦБ.

Увеличение нормативов обязательных резервов в ближайшей перспективе, по-видимому, не может рассматриваться в качестве инструмента, сдерживающего рост денежной массы. Это объясняется существенной дифференциацией финансового положения российских банков при недостаточном развитии рынка межбанковских кредитов и механизмов рефинансирования коммерческих банков Центральным банком. В таких условиях ужесточение нормативов ФОР может увеличить риски возникновения кризисов ликвидности. Поэтому, прежде чем станет возможным использование нормативов ФОР в качестве инструмента управления денежными агрегатами, необходимо принятие мер по развитию механизмов кредитования банков, у которых возникают потребности в ликвидных средствах.

Важным средством стерилизации валютных интервенций могут стать облигации Банка России. Ограничением эффективности подобных облигаций в качестве стерилизационного инструмента являются практические трудности по предотвращению вложения в них средств нерезидентов, увеличивающих приток валюты в страну, которая отражается в счете капитальных операций платежного баланса. Если же допустить вложения нерезидентов (через соответствующие банки), то,

¹ Расчеты, выполненные в ИЭПП, указывают на то, что при изменении средств на счетах органов государственного управления и избыточных резервов коммерческих банков имеет место координация накопления резервов и увеличения остатков на счетах органов государственного управления и коммерческих банков. При этом из осуществляемых в настоящее время интервенций стерилизуется примерно 2/3 общего объема интервенций.

очевидно, результирующий эффект операций продажи Банком России этих облигаций, выражающийся в сокращении денежной массы, будет зависеть от интенсивности дополнительного притока капитала, увеличивающего потребности в валютных интервенциях ЦБ и, соответственно, потребности в стерилизации.

Мерами, направленными на ограничение потока иностранного капитала, направляемого в облигации Банка России, являются, например, следующие:

- достаточно строгий контроль за привлечением банками, желающими приобретать облигации Банка России, иностранных кредитов;
- запрет на привлечение иностранных кредитов банками, с долей участия государства, превышающей 50%;
- установление ограничений на долю иностранных обязательств для коммерческих банков;
- введение резервных требований по краткосрочным иностранным инвестициям в страну и др.

В качестве инструмента, направленного на ослабление необходимости стерилизации операций ЦБ на валютном рынке, можно назвать отмену требования обязательной репатриации валютной выручки. Безусловно, введение данной нормы возможно только при условии выстраивания эффективной системы налогового контроля за операциями российских компаний, проходящих по их зарубежным счетам.

При проведении денежной политики необходимо учитывать, что стерилизованные интервенции, не влияя непосредственно на денежную базу и инфляцию, влекут за собой ряд последствий, которые должны приниматься во внимание.

Влияние продажи Центральным банком валюты на валютном рынке на обменный курс, денежно-кредитную политику и реальный сектор может быть в общем случае разделено на две составляющих.

Во-первых, продажа валюты на рынке в случае превышения спроса над предложением приводит к снижению или неповышению обменного курса иностранной валюты на коротком временном интервале. В случае если задача ЦБ состоит в недопущении укрепления номинального обменного курса, результатами интервенции являются, с одной стороны, сигналы о проводимой денежно-кредитной политике для участников рынка. С другой стороны, динамика обменного курса в этом случае не зависит от действий участников рынка и фундаментальных переменных, характеризующих долгосрочное и краткосрочное равновесие на валютном и других рынках, а полностью определяется действиями Центрального банка. Данный эффект не оказывает влияния на долгосрочное равновесие — при избыточном предложении в течение длительного времени постоянные покупки валюты приводят к накоплению резервов и постепенному укреплению реального курса в зависимости от возможностей стерилизации интервенций.

Во-вторых, интервенции, в том числе стерилизуемые, могут оказывать влияние на обменный курс, финансовый и реальный сектора через изменение долгосрочного равновесия в экономике. Такие изменения могут происходить как вследствие перераспределения активов между экономическими агентами (изменение объемов иностранной валюты, денежной базы или ценных бумаг в портфелях агентов), так и вследствие сдвигов в денежно-кредитной политике и политике обменного курса или сигналов о них, информация о которых становится открытой при проведении интервенций. Обычно выделяются два канала влияния интервенций на равновесие в экономике: портфельный и информационный (или сигнализирующий).

Необходимо отметить, что основное влияние, которое оказывает нестерилизуемая интервенция помимо краткосрочного воздействия на обменный курс, выражается в изменении денежного предложения, что само по себе приводит к изменению равновесия в экономике. Если интервенция стерилизуется, и не происходит увеличения денежной базы, то влияние интервенций на равновесие неочевидно и требует дополнительного теоретического и эмпирического анализа.

Портфельный (portfolio balance) канал влияния стерилизуемых интервенций. Влияние интервенций на равновесие в экономике через портфельный канал можно коротко описать следующим образом. При покупке валюты Центральным банком и стерилизации интервенции через продажу ценных бумаг на внутренних финансовых рынках происходит перераспределение внутренних и внешних активов между портфелями экономических агентов. При неполной заменимости внутренних и внешних активов изменение соотношения этих активов в портфеле в результате стерилизуемой интервенции приводит к сдвигу равновесия на финансовых рынках. Это, в свою очередь, может вызвать изменение процентных ставок и, как следствие, изменение обменного курса.

Информационный канал или канал сигнализирования (signalling channel) влияния интервенций. Гипотеза о том, что интервенции ЦБ влияют на равновесие в экономике также через канал сигнализирования, состоит в том, что интервенции Центрального банка на валютном рынке дают представление о будущей денежно-кредитной политике и политике в отношении обменного курса. Характер влияния интервенций через этот канал зависит от открытости интервенций и их информационного содержания. Идея влияния интервенций через канал сигнализирования заключается в том, что интервенция Центрального банка влияет на обменный курс через предоставление рынку новой актуальной и достоверной информации о предполагаемой валютной и денежно-кредитной политике органов государственной власти. Строго говоря, интервенции могут оказывать влияние на обменный курс, так как экономические агенты меняют ожидания в отношении обменного курса, реагируя на проводимые ЦБ интервенционные действия.

При неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуре. Нам представляется, что в условиях ухудшающейся конъюнктуры внешней торговли реакция финансовых властей должна быть несимметричной по отношению к политике, проводимой при улучшении конъюнктуры. При улучшении условий торговли использование номинального курса для балансирования торгового сальдо нецелесообразно, во-первых, из-за желательности поддерживать заниженный реальный обменный курс и, во-вторых, из-за избыточно сильной реакции номинального обменного курса на внешние шоки.

При ухудшении условий торговли для России резкое снижение номинального обменного курса с экономической точки зрения, безусловно, имеет положительные стороны, что, в первую очередь, проявляется в усилении конкурентоспособности отечественного производства в результате снижения курса рубля. Однако девальвация национальной валюты вызывает и негативные последствия, связанные с ускорением инфляции из-за удорожания импортных товаров; снижением благосостояния населения, располагающего сбережениями, номинированными в национальной валюте; формированием негативных ожиданий, как у отечественных, так и иностранных инвесторов, что может спровоцировать дальнейший рост спроса на валюту, долларизацию экономики и отток капитала за рубеж. Кроме того, следует учитывать, что резкая девальвация может оказаться политически невозможной вследствие высоких карьерных рисков высших чиновников, осуществляющих подобные меры.

Учитывая все эти соображения можно говорить о том, что в условиях ухудшения конъюнктуры внешней торговли рациональной политикой является максимально быстрое (при политических ограничениях) снижение номинального курса рубля, возможно с «перелетом», создающим резерв его последующего роста в условиях следующего циклического роста цен. Политическую реализуемость такого сценария может обеспечить определенная постепенность и предсказуемость темпов девальвации (возможно с объявлением нового перспективного значения курса) за счет поддерживающих курс рубля валютных интервенций Центрального банка, постепенно сокращающихся во времени.