

Михаил Ершов*

Неверные акценты

Денежная программа Центрального банка на 2010 год вновь ориентируется на внешние факторы формирования предложения национальной валюты. Это ставит нашу денежную политику в подчиненное положение по отношению к конъюнктуре глобальных товарных и финансовых рынков, делая ее более уязвимой перед лицом глобальных рисков



Широкое использование антикризисных мер привело к тому, что ликвидность в мире выросла. В результате становится актуальным поиск сфер для ее приложения, что повышает вероятность масштабного трансграничного перемещения ресурсов, часто коротких, и усиливает риски для принимающей стороны. Вероятное увеличение чистого притока иностранного капитала в российскую экономику порождает риски «горячих» денег, что привлекает внимание регуляторов.

Поэтому механизмы формирования внутренних источников финансирования должны играть не менее важную роль в антикризисной стабилизации. Они сделали бы развитие внутриэкономических процессов менее зависимым от мировой конъюнктуры и заменили бы собой короткие внешние ресурсы.

Большое внимание заслуживают механизмы денежного предложения. В течение многих лет в России оно формировалось на основе притока экспортной выручки и внешних займов. Это усиливало зависимость нашей экономики от конъюнктуры внешних товарных и финансовых рынков и в конечном итоге обострило общее развитие кризиса.

Новые риски заставили российских регуляторов использовать новые подходы к их минимизации. Начали интенсивно использоваться механизмы рефинансирования, осуществляться беззалоговые и иные формы антикризисного кредитования.

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг., которые были приняты в окончательной редакции в конце прошлого года, фактически впервые за много лет предусматривался акцент на рост внутренних источников (чистых внутренних активов) при формировании денежного предложения и уменьшение роли внешних факторов. Подчеркивалось, что это будет иметь «принципиальное значение для реализации денежно-кредитной политики» и позволит «более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать действенным процентный канал трансмиссионного механизма». Кроме того, ожидалось, что это даст возможность «за счет уменьшения присутствия Банка России в операциях на валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного

Доля внешних и внутренних источников в формировании денежной базы рубля в 2008 и 2009 гг. График 1



курса». Очевидно и то, что такие подходы должны были уменьшить влияние внешних рисков, а также облегчить поступление средств в неэкспортные отрасли, способствуя структурным преобразованиям. Все это было бы крайне важно для экономики. Увеличение роли внутренних факторов действительно отмечалось в 2009 году (см. график 1). Но планы на 2010 год изменились.

Шаг назад

Денежная программа на 2010 год была разработана исходя из предположений о росте чистых международных резервов как основном источнике увеличения денежной базы. Фактически это означает отход от объявленных ЦБ годом ранее принципов, принятых в условиях противодействия кризису и предполагавших сделать основными внутренние источники монетизации. Теперь при формировании денежной базы основными вновь будут внешние источники (см. график 2).

Можно ли говорить, что цели, перечисленные в документе от 2008 года, больше не актуальны? Напротив, представляется, что они стали еще важнее. Ведь внешний канал монетизации — это, во-первых, трансляция в Россию внешних рисков привлечения ресурсов (или невозможности их привлечения — как это имело место в кризис). Кроме

Источники формирования денежной базы рубля График 2



того, такой подход способствует сохранению экспортно-сырьевой ориентации российской экономики, так как сырьевой экспортер, продавая валютную выручку и получая рубли, фактически формирует спрос для остальной экономики, которая начинает все больше обслуживать интересы данного сектора. А отход от сырьевой направленности ставится как важная системная задача, которую вновь подтвердил президент в своем недавнем послании.

Как согласуется задача сокращения интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке с сохранением валютных поступлений в качестве главного элемента денежного предложения? Ведь покупка этой валюты на рынке и эмиссия рублей осуществляются Центральным банком.

Формирующиеся золотовалютные резервы, очевидно, создают некий запас прочности для экономики, и кризисные события это показали. Однако это не значит, что следует переходить на механизм «валютного правления» (currency board), когда вся ликвидность образуется только на основе притока в страну иностранной валюты, а ЦБ фактически отказывается от своей самой главной функции — первичного источника денежных ресурсов, которые в одинаковой степени доступны для экспортных и неэкспортных отраслей.

Внешний канал монетизации — это трансляция в Россию внешних рисков привлечения ресурсов или невозможности их привлечения, как это имело место в кризис

*Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук. Статья отражает личное мнение автора.

Экспортная выручка и внешние займы все равно будут притекать в экономику. Но их роль в формировании денежной базы должна балансироваться внутренними механизмами формирования ресурсов — с учетом внутренних потребностей экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. Без их развития вряд ли можно рассчитывать на реальную диверсификацию экономики.

Однако денежная программа на 2010–2012 годы по сравнению с планами, принятыми годом ранее, предполагает существенное сокращение валового кредита банкам и уменьшение (хотя и гораздо меньшее, чем планировалось) чистого кредита расширенному правительству.

Представляется, что в условиях кризиса поступление средств в экономику через государственные каналы, в том числе связанные с бюджетом, должно занимать более значимое место, чем через банки. Тем более с учетом возможного увеличения дефицита бюджета, а также имея в виду сдержанную позицию многих банков, часто неохотно кредитующих экономику. Но агрегированная роль внутренних каналов должна быть более существенной, так как в противном случае недостающие ресурсы будут привлекаться из внешних источников со всеми вытекающими рисками.

При сохранении положительного сальдо платежного баланса внешняя монетизация важна, но она не должна быть единственным источником денежных ресурсов в экономике

При сохранении положительного сальдо платежного баланса, что весьма вероятно, когда цены на нефть относительно высоки, внешняя монетизация важна, но она не должна быть единственным источником денежных ресурсов в экономике. Если задачи совершенствования структуры экономики, уменьшения внешних рисков остаются актуальными, то необходимо тщательно оценить возможность смешанного подхода, когда на первый план выходит задача обеспечения ресурсами отраслей внутренней экономики при одновременном сохранении оптимального уровня валютного курса. При этом целесообразно оценить, например, дополнительные возможности Минфина по аккумуляции части валютных ресурсов с рынка — посредством размещения ценных бумаг и иных инструментов (в

том числе с последующей продажей этой валюты в ЦБ для формирования денежной базы, но минуя при этом непосредственно валютный рынок — для минимизации курсовых изменений), а также другие подходы. Валютная выручка при этом может не покупаться регулятором в полном объеме, а оставаться на валютном рынке, что будет способствовать, с одной стороны, удорожанию рубля, а с другой — неполному формированию денежного предложения на валютной основе. В то же время параллельное использование внутренних механизмов монетизации скорректирует указанные процессы, восполнив денежную базу и понизив курс рубля. Финансовые ресурсы при этом будут не аккумулироваться в отраслях ТЭК, а поступать в иные сектора экономики. Возможны и другие механизмы.

Организатор

ЭКСПЕРТ РА
РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО

ПРОЕКТ «ЛИЗИНГ В РОССИИ – 2009–2010»

Исследование рынка

- ✓ По итогам 6-ти месяцев
- ✓ По итогам 9-ти месяцев
- ✓ По итогам 2009 года

Основные вопросы:

- Какие факторы могут остановить сокращение рынка?
- Как бороться со снижением качества лизингового портфеля?
- Почему лизинговая отрасль испытывает недостаток финансирования?
- Как увеличить длительность заемных средств для лизингодателей?

VIII Всероссийская конференция «ЛИЗИНГ В РОССИИ – 2009»

9 декабря 2009 г.

Панельная дискуссия «Государственная поддержка лизинговой отрасли: как «оживить» рынок»

- Секция 1. Привлечение инвестиций в лизинговую отрасль.
- Секция 2. Возможности восстановления лизингового рынка.

Москва, Swissotel Krasnye Holmy

«Экспертиза рынка лизинга» – 2009



Лауреат премии
«Финансовая элита России»
в номинации
«Лучшее информационно-справочное издание о финансах»

Партнеры

АВАНГАРД
ЛИЗИНГ**A-X-E-L-IT**
ИННОВАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ
АВТОМАТИЗАЦИИ ЛИЗИНГА И ФИНАНСОВПартнер
конференции**УРАЛСИБ** | ЛИЗИНГИнформационный
партнер**РАДИО**
РОССИИ

Контакты

Руководитель проекта – Барыбина Юлия:
тел.: (495) 225-34-44 (доб. 1651), e-mail: barybina@raexpert.ru
По вопросам партнерства обращаться к Слащевой Ангелине:
тел.: (495) 225-34-44 (доб. 1700), e-mail: slascheva@raexpert.ru

www.raexpert.ru

На правах рекламы