

## **Кризис ликвидности в условиях инфляции**

В.Е. Маневич, д.э.н.  
Институт проблем рынка РАН

*Бизнес и банки. - 2008. - № 14*

Монетарные меры, направленные на подавление инфляции (ограничение денежного предложения, повышение резервных требований и ставки рефинансирования) провоцируют кризис банковской ликвидности. Однако инфляция в России носит немонетарный характер и не может быть остановлена с помощью ограничения спроса. Поэтому в условиях, сложившихся в российской экономике, некорректно противопоставлять задачи поддержания темпов роста и подавления инфляции. В определенной мере признаки кризиса ликвидности связаны с изменением направлений международного движения капитала, которое, по-видимому, вызвано кризисом ликвидности за рубежом. В первом квартале 2008 года резко усилился вывоз капитала, сократился его ввоз, замедлился прирост валютных резервов; в результате бюджетный профицит существенно превысил избыточное предложение иностранной валюты, образовался остаток свободных средств федерального бюджета в размере, ориентировочно, 700 млрд. руб. за первый квартал. Эти средства могут быть использованы для финансирования долгосрочных инвестиций, а не только для краткосрочного кредитования банков в целях поддержания их ликвидности, как предполагает Минфин.

Как неоднократно отмечали официальные лица и аналитики, в прошлом 2007 году, (впервые с 1999 г.), темп инфляции не снизился, а повысился по сравнению с предшествующим годом, и составил, вместо намеченных восьми, почти двенадцать процентов. Темпы инфляции в первые месяцы 2008 года заставляют предположить, что в текущем году инфляция превысит 12 процентов, если в существующей тенденции не произойдет перелом.

Другая проблема, в связи с которой руководители Минфина и Центрального банка, высказываются серьезные опасения – это обнаружившиеся признаки кризиса ликвидности в банковской системе.

В заявлениях официальных лиц обе эти проблемы (инфляция и кризис ликвидности) рассматриваются вполне независимо друг от друга, так, как будто меры борьбы с инфляцией, предпринимаемые денежными властями, никак не сказываются на ликвидности банков. Когда речь заходит об инфляции, называются традиционные меры ограничения денежного предложения: повышение ставки рефинансирования, увеличение резервных требований, ограничение темпа роста денежного предложения ЦБ. Когда речь заходит о возможном кризисе ликвидности, говорят о расширении денежного предложения, о пополнении резервов банков за счет свободных средств бюджета. Руководители экономических ведомств как будто не замечают, что монетарные меры подавления инфляции могут спровоцировать кризис ликвидности банковской системы.

В течение января 2008 года резервы банков сократились с 1817,6 млрд. руб. до 1.468,9 млрд. руб. При этом особенно сильно сократились остатки на корреспондентских счетах в ЦБ, тогда как обязательные резервы выросли.

Стремясь подавить инфляцию, денежные власти увеличивают резервные требования и повышают ставку рефинансирования. Поскольку банки уже взяли на себя определенные обязательства по кредитам и депозитам, возникают трудности с ликвидностью, которые могут привести к полномасштабному кризису банковской системы. Но инфляция, если она носит немонетарный характер, отнюдь не будет подавлена.

Нормативы обязательных резервов кредитных организаций повышались в 2008 году дважды: 15 января и 1 марта. В феврале 2008 года ЦБ, впервые за последние

десять лет, повысил ставку рефинансирования, правда, всего на 0,25% (с 10 до 10,25%), но все же до этого в течение десяти лет ставка рефинансирования систематически снижалась.

В марте обязательные резервы коммерческих банков в ЦБ выросли на 82,5 млрд. руб. (с 234 в феврале до 316,5 млрд. руб.). Средства банков, помещенные на депозиты в ЦБ, сократились на 160 млрд. руб. (с 286 до 126 млрд.). Остатки на корреспондентских счетах в ЦБ в марте несколько увеличились (на 42,5 млрд. руб.) после резкого сокращения в январе, хотя далеко не достигли уровня декабря прошлого года. Пока что банки справляются с возросшими резервными требованиями за счет сокращения средств на депозитах в ЦБ. Однако возможности дальнейшего использования этого источника ликвидных резервов крайне невелики.

**Таблица 1. Кредиты, предоставленные физическим лицам и нефинансовым организациям, млрд. руб.**

	Кредиты предоставленные		
	Физическим лицам	Нефинансовым организациям	Всего
1.11.07	2 615,9	6 306,7	8 922,6
1.12.07	2 731,5	6 622,2	9 353,7
1.01.08	2 830,1	6 741,0	9 571,1
1.02.08	2 609,1	7 530,1	10 139,2

Одновременно, как видно из табл. 1, кредиты, предоставленные физическим лицам и нефинансовым организациям, *в сумме* в первом квартале 2008 года продолжали расти (хотя кредиты, предоставленные физическим лицам, сократились). Таким образом, динамика резервов и динамика кредитов имеют противоположную направленность: кредиты продолжали расти, а свободные резервы имели тенденцию к сокращению. Чтобы избежать кризиса ликвидности, необходимо либо пополнение резервов, либо сокращения кредитов.

В декабре 2007 – январе 2008 года практически не росли «вторичные резервы» – облигации правительства РФ в портфелях банков (на 01.12.07 – 619,7 млрд. руб., на 01.01.08 – 616,0 млрд. руб., на 01.02.08 – 620,8 млрд. руб.; данные за февраль-март 2008 не опубликованы). В случае развертывания кризиса ликвидности, банки, возможно, начнут достаточно быстро сокращать («сбрасывать») запас облигаций внутреннего федерального долга, что может привести к снижению их цены и повышению доходности, и, как следствие – к общему повышению процентных ставок в экономике.

Назревающий кризис ликвидности банковской системы, в решающей степени связан с действиями денежных властей, направленных на подавление инфляции. Методы подавления инфляции с помощью ограничения денежного предложения уже неоднократно обнаружили свою неэффективность, поскольку инфляция в российской экономике порождается, по преимуществу, немонетарными факторами. Было бы также неверно вину за рост цен возлагать на внешнеэкономические факторы. Конечно, рост мировых цен на сырье и продовольствие влияет на внутренние цены, но власти вполне могли бы воспрепятствовать этому воздействию, регулируя монопольные цены и объемы экспорта первичных ресурсов и зерна.

Как видно из табл. 2, рост цен на первичные ресурсы систематически и существенно опережает рост потребительских цен. Цены на платные услуги, которые в большей мере, чем цены потребительских товаров, определяются динамикой цен на топливо, повышаются вслед за повышением цен в добывающих отраслях и «тянут» за

собой общий индекс потребительских цен. (Расходы на платные услуги составляют, округленно, 20 процентов в общей сумме расходов населения на покупку товаров и услуг.) Опережающий рост цен на первичные ресурсы создает кумулятивный, накапливающийся эффект, который, с определенным временным лагом, вызывает всплеск потребительских цен. Систематическое опережающее повышение цен на первичные ресурсы ведет к снижению рентабельности обрабатывающей промышленности и других не сырьевых отраслей экономики, поэтому оправданное и даже необходимое повышение заработной платы в этих отраслях может осуществляться только при условии повышения цен на их продукцию.

**Таблица 2. Цепные индексы цен за 1999-2007 годы, в процентах**

Годы	Индексы цен производителей в добыче полезных ископаемых	Индексы потребительских цен	Индексы цен на платные услуги
2007 к 2006	152,3	111,9	113,3
2007 к 2005	154,7	122,0	129,0
2007 к 2004	202,7	135,3	156,1
2007 к 2003	333,8	151,1	183,7
2007 к 2002	339,8	169,2	224,7
2007 к 2001	427,5	194,7	306,0
2007 к 2000	444,6	230,9	418,9
2007 к 1999	662,9	277,5	560,1

В этой ситуации попытки борьбы с инфляцией с помощью ограничения количества денег и кредитной активности банков могут привести лишь к спаду производства, но не остановят, а возможно, даже усилят инфляцию, как это было в 1990-х годах.

В российской экономике цены первичных ресурсов, по преимуществу, являются монопольными ценами, они могут и должны регулироваться правительством. Как неоднократно отмечалось в экономической литературе, рост мировых цен на нефть не может служить оправданием для роста внутренних цен на энергоносители. Остановив повышение цен первичных ресурсов, правительство остановит, в основном, и рост потребительских цен.

Премьер-министр В. Зубков, выступая 7 апреля на коллегии Минфина, критиковал это ведомство за неспособность справиться с инфляцией и потребовал от Минфина к концу апреля разработать комплексную программу борьбы с инфляцией. При этом г-н Зубков справедливо констатировал, что «главным двигателем» роста цен являются сырьевые монополии. Мы весьма критически оцениваем результаты деятельности г-на Кудрина на посту министра финансов, однако все же полагаем, что ответственность за инфляцию, генерируемую монополиями, несет не только Минфин, но все правительство.

Руководители Минфина и Центрального банка, (и официозные аналитики) источник всех бед видят не в просчетах своих ведомств, а во внешнем мире. Инфляция у нас импортная, она вызвана повышением мировых цен на сырье и продовольствие. Кризис ликвидности – тоже импортный, он спровоцирован кризисом ликвидности в ипотечном секторе США, перебросившимся на другие страны, и т.д. Доля истины в этом, конечно, есть, но необходимо ясно представить механизмы негативного воздействия внешних факторов на внутреннюю экономику и возможности нейтрализовать это воздействие.

Остановимся на вопросе о том, как мог повлиять кризис *долларовой* ликвидности в США на уровень *рублевой* ликвидности российских банков. В 2006 и 2007 годах основной поток иностранной валюты, притекавшей в Россию, формировался не за счет чистого экспорта, а за счет ввоза иностранного капитала. Активное сальдо торгового баланса почти полностью уравнивалось отрицательным сальдо инвестиционных доходов и отчислениями в Стабилизационный фонд. Соответствующие расчеты были приведены в предшествующей статье<sup>1</sup>. Кризис ликвидности в западных странах, вызвавший повышенный спрос на наличность, и, соответственно, рост краткосрочных процентных ставок, вполне мог повернуть направление потока «горячих денег», резко увеличить вывоз иностранной валюты, и сократить ее ввоз. Тогда неизбежно должен был резко замедлиться прирост официальных валютных резервов. Соответствующие цифры приведены в таблице 3. Нужно иметь в виду, что в первом квартале 2008 года, благодаря росту мировых цен на энергоносители, существенно увеличилось (по сравнению с четвертым кварталом 2007 года) активное сальдо торгового баланса, поэтому *вывоз* капитала в большей степени, чем в предшествующем году, финансируется за счет чистого экспорта, а не за счет ввоза капитала.

Как видно из табл. 3, повышение ввоза капитала, как правило, сопровождается снижением его вывоза, и наоборот, повышение вывоза капитала – снижением ввоза. Это говорит о том, что как ввоз, так и вывоз капитала в противоположных направлениях реагируют на определенный фактор, как можно предположить – на ставки процента на международных финансовых рынках. Повторяем, кризис ликвидности в США вполне мог вызвать существенные изменения в международном движении капитала в Россию и из России.

**Таблица 3. Ввоз и вывоз капитала частным сектором и прирост официальных валютных резервов в 2007-2008 годах, млрд. долларов США**

	2007				2008
	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал	1 квартал
<b>Ввоз капитала</b>	43.0	70.9	49.2	47.0	32,0
<b>Вывоз капитала</b>	29.5	18.1	46.9	33.3	55,0
<b>Прирост валютных резервов</b>	32,9	65.5	7.9	42.6	12,1

Далее, *в нынешних условиях* прирост официальных валютных резервов усиливается в те периоды, когда увеличивается перевес ввоза над вывозом капитала. Мы подчеркиваем, что такая зависимость существует именно *в нынешних условиях*, когда валютные резервы формируются не за счет чистого экспорта, как несколько лет назад, а за счет ввоза капитала.

Как видно из табл. 3, ввоз капитала достиг пика во втором квартале 2007 года (70,9 млрд. долларов), и тогда же вывоз капитала спустился до самой низкой отметки (18,1 млрд. долларов). Соответственно, максимальным был прирост валютных резервов (65,5 млрд. долларов). Начиная с третьего квартала 2007 года, ввоз капитала снижается, вывоз имеет тенденцию к росту. Резкий скачок произошел в первом квартале 2008 года: ввоз капитала сократился в полтора раза, вывоз возрос более чем в полтора раза, резко замедлился прирост валютных резервов.

<sup>1</sup> В.Е. Маневич, Ю.В. Ерохина. Внешние монетарные факторы макроэкономических процессов в России. //Бизнес и банки, 2008, № 7.

Прирост валютных резервов, превышающий прирост стабилизационного фонда, финансируется, в основном, из двух источников: эмиссионный ресурс ЦБ и профицит федерального бюджета. Количество наличных денег в первом квартале по сравнению с последним кварталом предшествующего года, обычно, не увеличивается. В январе происходит сокращение количества денег, и только к апрелю, как правило, восстанавливается предновогодний уровень. Поэтому можно принять, что весь прирост валютных резервов в первом квартале года финансируется за счет избытка бюджета.

В 2007 году, когда ввоз капитала существенно превышал его вывоз, избыток бюджета полностью использовался для финансирования прироста валютных резервов. Тем самым, средства бюджета перераспределялись в пользу получателей внешних кредитов. Как уже отмечалось, в первом квартале 2008 года, вследствие сокращения ввоза капитала и увеличения его вывоза, рост валютных резервов существенно замедлился. Следовательно, при стабильном уровне бюджетного избытка, должны образоваться значительные свободные средства бюджета. Эти средства могут быть использованы, либо для прямого финансирования инвестиций в приоритетных отраслях экономики, либо для долгосрочного кредитования этих отраслей при посредничестве банков. В любом случае, эти средства могут представлять собой не просто пополнение банковской ликвидности, но ресурсы долгосрочных кредитов.

Избыток федерального бюджета (профицит плюс прирост внутреннего долга) составил в январе 2008 года 331 млрд. руб., данные за февраль и март еще не опубликованы. Примем условно, что в феврале и марте избыток оставался на уровне января. Тогда за первый квартал бюджетный избыток должен составить около 1 000 млрд. руб. Прирост валютных резервов в первом квартале 2008 года равнялся 12,1 млрд. долларов. При валютном курсе 23,6 рубля за один доллар, финансирование прироста валютных резервов потребовало расходования средств бюджета в размере 286 млрд. руб. Следовательно, свободные средства бюджета должны были составить за первый квартал 2008 года, ориентировочно, 700 млрд. руб. ( $1\ 000 - 286 = 714$ ).

Согласно заявлению А. Кудрина, близкую к этой величине сумму бюджетных средств (600 млрд.) денежные власти предполагают использовать для повышения ликвидности банков. Однако они намерены делать это постепенно, с большой осторожностью, используя механизм кредитных аукционов. «Начнем с небольших сумм – говорит А. Кудрин – апробируем этот механизм. Уверен, что впоследствии он может давать при необходимости до 600 млрд. рублей свободной ликвидности на период, необходимый для снятия напряженности в этой сфере». (ФК – Новости, 25.03 2008. Комментарий дня).

По своей природе эти бюджетные средства представляют собой вполне надежные источники для долгосрочных инвестиций, а не только для краткосрочных, строго дозированных вливаний ликвидности в банковскую систему. И более эффективным путем использования этих финансовых ресурсов были бы прямые государственные вложения (возможно, но совсем не обязательно, – на возвратной основе) в приоритетные отрасли экономики, а не краткосрочное кредитование банков. Включение этих средств в хозяйственный оборот *попутно* решит проблему поддержания ликвидности банковской системы. Прямое увеличение банковских резервов на 600-700 млрд. рублей (на 40-50 процентов), очевидно, было бы чрезмерным, и привело бы либо к неоправданной кредитной экспансии и к ажиотажному спросу на рынках ценных бумаг и недвижимости, либо к замораживанию избыточных резервов.

В предшествующий период бюджетный избыток, превышающий прирост стабилизационного фонда, использовался для покупки иностранной валюты,

поступавшей в страну в результате внешних займов российских банков и корпораций. Тем самым, средства бюджета не выводились из оборота, как иногда полагали, а перераспределялись в пользу получателей внешних кредитов. Теперь, когда приток иностранного капитала резко сократился, вывоз капитала усилился, прирост валютных резервов замедлился, а излишек бюджета продолжает расти, большая часть бюджетного излишка действительно оказывается выведенной из оборота (и, судя по приведенному выше высказыванию Кудрина, еще не скоро войдет в хозяйственный оборот). Косвенным образом это можно связать с кризисом ликвидности за рубежом, но такая связь совсем не является необходимой и неизбежной. Денежные власти могут и должны эффективно использовать высвободившиеся бюджетные средства. Избыточные средства бюджета не должны выводиться из оборота и теперь, но совсем не обязательно, чтобы они поступали в экономику посредством покупки иностранной валюты, и чтобы их распределение между отраслями регулировалось способностью тех или иных корпораций получать иностранные кредиты. Общество может и должно определять приоритеты в использовании бюджетных средств. Например, значительная часть ресурсов, высвободившихся из финансирования прироста валютных резервов, могла бы направляться на развитие сельского хозяйства и рыночной инфраструктуры сбыта и хранения сельскохозяйственной продукции. Россия обладает практически неограниченными возможностями производства экологически чистых продуктов животноводства, в том числе для экспорта, и могла бы не зависеть от импорта продовольствия и мировых цен на продовольственные товары.

В экономической литературе и в полемике между руководителями экономических ведомств, присутствует такая постановка вопроса: что следует выбрать в качестве приоритетной цели экономической политики – подавление инфляции или экономический рост? Так, министр экономического развития и торговли г-жа Набиуллина решительно высказывается в пользу экономического роста, г-н Кудрин (Минфин) и г-н Улюкаев (ЦБ), очевидно, на первое место ставят борьбу с инфляцией. Противопоставление инфляции и роста в мировой практике и мировой научной литературе действительно существует, но широко признано, что это противопоставление применимо не ко всякой ситуации. В той ситуации, которая сегодня сложилась в России, противопоставление борьбы с инфляцией поддержанию темпов роста некорректно. Меры денежно-кредитной рестрикции могут вызвать спад, но не могут остановить инфляцию, порождаемую немонетарными факторами.