

Январь-май 2008 года: нулевой прирост резервных фондов

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

Бизнес и банки. – 2008.- № 25

Аннотация

В первые пять месяцев 2008 года резко возросло активное сальдо торгового и платежного баланса РФ, в связи с чем должен был ускориться рост резервных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния). На деле, однако, рост резервных фондов прекратился. В то же время увеличился вывоз капитала за границу, который мог финансироваться только за счет средств резервных фондов. Центральный банк, освободившись от необходимости массированных интервенций на валютном рынке (покупки валюты для формирования официальных резервов) перешел к политике жесткой денежной рестрикции, которая не остановила инфляцию, но вызвала нехватку ликвидности в банковской системе. В первые месяцы 2008 года коммерческие банки, перегруппировав резервы, смогли нейтрализовать негативные последствия денежной рестрикции, но в перспективе такая политика может вызвать кризис ликвидности банковской системы и стагфляцию в экономике в целом.

В последние месяцы в бюджетно-финансовой и денежно-кредитной сфере сложилась довольно противоречивая ситуация. Постараемся охарактеризовать основные составляющие ее факторы.

Рост мировых цен на нефть вызвал новый взлет активного сальдо торгового баланса, и, следовательно, дальнейший рост ввоза в страну иностранной валюты. Правда, одновременно сократился ввоз иностранного капитала, поэтому увеличение ввоза иностранной валюты оказалось не таким значительным, каким оно могло бы быть в иных условиях.

Объем экспорта в стоимостном выражении увеличился в первом квартале 2008 года по сравнению с соответствующим периодом 2007 года в полтора раза (с 72 до 108 млрд. долларов). В результате, не смотря на некоторый рост импорта, активное сальдо торгового баланса выросло почти на две трети (с 29 до 47,5 млрд. долларов), а сальдо счета текущих операций – более чем на 60 процентов (с 23 до 37 млрд. долларов). Таким образом, приток в страну иностранной валюты, отражаемый активным сальдо текущих операций увеличился на 14 млрд. долларов.

В сфере международного движения капитала наблюдались противоположные процессы. Ввоз иностранного капитала сократился на 10 млрд. долларов (с 42 до 32 млрд.). В итоге приток иностранной валюты по двум каналам (активное сальдо счета текущих операций и ввоз иностранного капитала) увеличился всего на 4 млрд. долларов. Поступление иностранной валюты осталось на вполне сопоставимом уровне, но, как видно из данных, приведенных в табл. 1, ее использование качественным образом изменилось.

Таблица 1. Поступления и использование иностранной валюты в I квартале 2007 и I квартале 2008 г., млрд. долларов США

Поступление иностранной валюты	Использование иностранной валюты				
	I квартал 2007 г.	I квартал 2008 г.	I квартал 2007 г.	I квартал 2008 г.	
Сальдо счета текущих операций	22,9	37,0	Вывоз капитала*	31,8	56,3
Ввоз капитала	41,7	31,5	Прирост официальных валютных резервов	32,9	12,1
Итого**	64,6	68,5	Итого**	64,7	68,4

*Включая капитальные трансферты и чистые пропуски и ошибки

**Расхождение итоговых цифр связано с округлениями или статистической погрешностью

Нужно иметь в виду, что, в соответствии с действующим законодательством, валютная выручка от экспорта нефти, превышающая базовую цену, должна отчисляться в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния. До февраля 2008 года отчисления осуществлялись в Стабилизационный фонд. Для краткости далее мы будем называть эти фонды (Стабилизационный фонд, Резервный фонд и Фонд национального благосостояния) *резервными фондами*. Средства, отчисляемые в резервные фонды, пополняют официальные валютные резервы, *минуя валютный рынок*. Направить эти средства из резервных фондов на валютный рынок могут только денежные власти.

Выручка от экспорта нефти увеличилась в первом квартале 2008 года (по сравнению с первым кварталом 2007) на 16,3 млрд. долларов. Поскольку базовая цена на нефть не пересматривалась, а физические объемы экспорта нефти существенно не выросли, отчисления в резервные фонды должны были бы увеличиться примерно на ту же величину (с 19 до 35 млрд. долларов). Следовательно, поступление валюты на валютный рынок, связанные с активным сальдо счета текущих операций (сальдо текущих операций *минус* прирост резервных фондов), должно не вырасти, а сократиться. Этого, однако, не произошло. Резервные фонды в первом квартале 2008 года (и в апреле-мае) практически не росли, и в этом заключается существенная особенность ситуации в последние месяцы. Приведем данные о приростах резервных фондов, начиная с 4 квартала 2006 года (см. табл. 2).

Таблица 2. Прирост резервных фондов *, млрд. руб.

2006	
IV квартал	453
2007	
I квартал	465
II квартал	329
III квартал	378
IV квартал	708
2008	
I квартал	- 7
Апрель-май	2

*До 1 февраля 2008 года – Стабилизационный фонд, с 1 февраля 2008 – сумма Резервного фонда и Фонда национального благосостояния

Как видно из табл. 2, за первый квартал 2007 года Стабилизационный фонд вырос на 465 млрд. руб.; напротив, за первый квартал 2008 резервные фонды сократились на 7 млрд. руб. Прирост резервных фондов за апрель-май 2008 года (2 млрд. руб.) можно считать пренебрежимо малым. В итоге за первые 5 месяцев 2008 года резервные фонды сократились на 5 млрд. руб., тогда как за первые пять месяцев 2007 прирост Стабилизационного фонда составил 680 млрд. руб.

Почему в условиях непрерывного повышения цен на нефть остановился рост резервных фондов? Официальные документы Минфина, размещаемые в интернете, не дают никакого ответа на этот вопрос. Но в любом случае, очевидно, что произошли существенные изменения не только во внешней торговле и международном движении капитала, но также в проводимой финансовой и денежно-кредитной политике, причем Минфин и Центральный банк не считают нужным информировать общество об этих изменениях.

Приведем более подробные данные, характеризующие изменения в платежном балансе и использовании иностранной валюты (см. табл. 3).

Таблица 3. Поступление иностранной валюты на внутренний валютный рынок и ее использование, в I квартале 2007 и I квартале 2008 года, млрд. долларов США

		2007 1 квартал	2008 1 квартал
<i>Поступление иностранной валюты на внутренний валютный рынок</i>			
1	Сальдо счета текущих операций	22,9	37,0
2	Прирост резервных фондов*	19,0	-
3	Сальдо счета текущих операций минус прирост резервных фондов (1 – 2)	3,9	37,0
4	Ввоз иностранного капитала	41,7	31,5
5	Итого поступление иностранной валюты на валютный рынок (3+4)	45,6	68,5
<i>Использование иностранной валюты, поступившей на внутренний валютный рынок</i>			
6	Вывоз капитала**	31,8	56,3
7	Прирост официальных валютных резервов, помимо резервных фондов***	13,9	12,1
8	Итого использование иностранной валюты, поступившей на внутренний валютный рынок (6+7)	45,7	68,4

*До 1 февраля 2008 года – Стабилизационный фонд, с 1 февраля 2008 – Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.

** Включая капитальные трансферты и чистые пропуски и ошибки.

***Прирост официальных валютных резервов, помимо резервных фондов в 1 квартале 2007 года мы вычисляем как разницу между приростом официальных валютных резервов и приростом Стабилизационного фонда за соответствующий период.

Как видно из табл. 3, в I квартале 2007 года более половины ввезенной валюты осело в виде официальных валютных резервов, и несколько менее половины составил вывоз капитала. В 1 квартале 2008 года более 4/5 ввезенной валюты было использовано для вывоза капитала и менее 1/5 – для пополнения официальных валютных резервов. Между тем, законодательство об отчислениях части выручки от экспорта нефти не подвергалось качественным изменениям. Это заставляет заключить, что вывоз капитала в решающей степени финансировался за счет перераспределения, в той или иной форме, средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Теперь представим, как сложился бы баланс поступления валюты на внутренний валютный рынок и ее использования, если бы прирост резервных фондов продолжался в соответствии с действующими нормами, и резервные фонды накапливались, а не расходовались. В результате повышения цен на нефть перечисления в резервные фонды должны были вырасти, ориентировочно, на 16 млрд. долларов, и, следовательно, составить, 35 млрд. долларов. Прирост официальных валютных резервов должен был ускориться, а не замедлиться. Но при таком ходе событий был бы невозможен вывоз капитала в тех размерах, в каких он реально происходил в I квартале 2008 года.

Этот гипотетический вариант использования иностранной валюты представлен в табл. 4.

Как видно из табл. 4, описывающей наш гипотетический пример, прирост резервных фондов на 35 млрд. долларов был бы возможен только при условии, что на такую же величину сократится вывоз капитала.

В своих расчетах мы принимаем допущение, что прирост валютных резервов помимо резервных фондов остается таким же, каким он был в реальности (12,1 млрд. долларов). Конечно, это – существенное упрощение. Если бы средства, подлежащие

перечислению в резервные фонды, не использовались тем или иным путем для вывоза капитала, спрос на валюту на внутреннем валютном рынке существенно превысил бы предложение, курс рубля относительно доллара снизился бы, и потребность в интервенции ЦБ для покупки валюты отпала. Однако вполне возможно, что денежные власти могли бы, так или иначе, ограничить вывоз капитала и, следовательно, спрос на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке.

Таблица 4. Гипотетический вариант поступления и использования иностранной валюты в I квартале 2007 и I квартале 2008 года, при условии, что перечисления в резервные фонды осуществляются в соответствии с действующими нормами и не расходуются (млрд. долларов США)

		2007 1 квартал	2008* 1 квартал
<i>Поступление иностранной валюты на внутренний валютный рынок</i>			
1	Сальдо счета текущих операций	22,9	37,0
2	Прирост резервных фондов	19,0	35,0
3	Сальдо счета текущих операций минус прирост резервных фондов (1-2)	3,9	2,0
4	Ввоз иностранного капитала	41,7	31,5
5	Итого поступление иностранной валюты на валютный рынок (3+4)	45,6	33,5
<i>Использование иностранной валюты, поступившей на внутренний валютный рынок</i>			
6	Вывоз капитала	31,8	21,3
7	Прирост официальных валютных резервов, помимо резервных фондов	13,9	12,1
8	Итого использование иностранной валюты (6+7)	45,7	33,5

* Цифры, принимаемые гипотетически, даны курсивом

В любом случае, практически важный и очевидный вывод, который следует из анализа, проведенного с помощью гипотетического примера, заключается в том, что более половины суммы вывоза капитала в первом квартале 2008 года финансировалось за счет средств, подлежащих перечислению в резервные фонды.

Согласно данным Минфина, профицит федерального бюджета составил в I квартале 2008 года 600 млрд. рублей, при этом прирост резервных фондов был практически нулевым и никак не сказывался на формировании профицита бюджета. Между тем, по нашей приблизительной оценке, перечисления в резервные фонды должны были составить 35 млрд. долларов, или, приблизительно, 850 млрд. рублей. В этом случае данные об исполнении федерального бюджета выглядели бы принципиально иначе: Расходы федерального бюджета остались бы прежними, но как доходы, так и профицит потребовалось бы увеличить на 850 млрд. руб. Сопоставим официальные данные об исполнении федерального бюджета с нашими, как представляется, вполне реалистичными расчетами (см. табл. 5).

Таблица 5. Исполнение федерального бюджета в 1 квартале 2008 года, млрд. руб.

	Доходы	Расходы	Профицит	Профицит в % от доходов	Профицит в % от расходов
Официальные данные	1 933	1 333	600	31	45
Расчетные данные	2 783	1 333	1 450	52	109

Как видно из табл. 5, в случае, если в доходах бюджета показать поступления в резервные фонды, профицит превысит показанные расходы. С точки зрения здоровой финансовой политики – это абсурд. Ситуация не перестает быть абсурдной и в том

случае, если поступления в резервные фонды в составе бюджета не показывать. Если резервные фонды не растут, значит, они расходуются на какие-то не указанные в официальных документах цели. Когда непоказанные в бюджете расходы превышают расходы официально показанные, картина будет не менее абсурдной.

Согласно законодательству о Стабилизационном фонде, средства Стабилизационного фонда являются частью федерального бюджета, и, следовательно, в бюджете должны отражаться не только приросты Стабилизационного фонда за определенные периоды, но и их расходование. Если прирост равен расходу, а сальдо равно нулю, это не дает основания для того, чтобы не показывать движение Стабилизационного фонда по счетам бюджета. В Главе 13.1 Бюджетного кодекса РФ говорится: «Стабилизационный фонд – часть средств федерального бюджета, образуемая за счет превышения цены на нефть над базовой ценой на нефть». Федеральный закон от 26 апреля 2007 года «О внесении изменений и дополнений в Бюджетный кодекс», принятый в связи с предстоящим образованием Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, Главу 13.1 не затрагивает. Следовательно, основное положение, согласно которому средства Стабилизационного фонда являются частью федерального бюджета, остается в силе. Если средства резервных фондов не сохраняются, а расходуются, направления их расходования должны быть показаны в федеральном бюджете.

Как используются суммы, которые должны были бы пополнять Резервный фонд и Фонд национального благосостояния? Данные, помещенные на официальном сайте Минфина, не позволяют с уверенностью ответить на этот вопрос. Можно предположить, что средства, поступающие в резервные фонды, предоставляются в качестве валютных кредитов частным заемщикам. В результате фонды не растут, поскольку существующее законодательство не допускает формирования фондов в форме частных обязательств.

Частные заемщики могут использовать полученные валютные кредиты по одному из двух направлений: либо увеличивать импорт инвестиционных товаров, либо вывозить взятые в кредит средства в иностранной валюте за границу. Возможно, что в какой-то, относительно небольшой степени, полученные кредиты действительно используются для оплаты импорта. Однако если бы средства, соответствующие гипотетическому приросту фондов, использовались для оплаты импорта, вряд ли бы мы имели рост активного сальдо по счету текущих операций, возможно, что это сальдо было бы пассивным, т.е. импорт превышал экспорт. Во всяком случае, активное сальдо по текущим операциям должно было бы сократиться по сравнению с данными за соответствующий период 2007 года, но этого не произошло, активное сальдо счета текущих операций, напротив, значительно выросло.

Нам остается предположить, что большая часть средств, предназначенных для пополнения Фондов, оказалась в руках частных заемщиков и была вывезена за границу. Эта гипотеза, в отличие от всех других мыслимых гипотез, к сожалению, согласуется с данными официальной статистики международного движения капитала.

Среди материалов, размещенных на сайте Федеральной службы государственной статистики, особое значение для нашего анализа имеет таблица «Источники финансирования федерального бюджета»¹. (Раздел 6.1.1 «Исполнение бюджета», табл. 6). Только в этой таблице показано движение средств резервных

¹ Обычно такого рода таблицы называются «Источники финансирования дефицита федерального бюджета», причем величина профицита показывается с отрицательным знаком, а его «финансирование» – с положительным. С экономической точки зрения было бы вернее и яснее говорить не об источниках финансирования профицита, а о направлениях использования избыточных средств федерального бюджета.

фондов (без указания направлений их расходования). Однако приведенные в ней цифры вызывают крайнее недоумение. Эти цифры и расчеты на их основе, сделанные нами, можно сгруппировать следующим образом (см. табл. 6).

Таблица 6. Резервные фонды в I квартале 2008 года согласно данным, помещенным на сайте ФСГС, млрд. руб.

		Резервный фонд	Фонд национального благосостояния	Всего
1	Увеличение за I квартал*	6 397	1 816	8 213
2	В том числе сумма, первоначально перечисленная из Стабилизационного фонда	3 058	783	3 841
3	Поступления в течение I квартала (1 – 2)	3 339	1 033	4 372
4	Расходование (уменьшение) в течение I квартала	3 329	1 041	4 370
5	Увеличение профицита за счет прироста фондов (3 – 4)	10	– 8	2

*Включая сумму, первоначально перечисленную из Стабилизационного фонда

Таковы данные, приведенные на сайте ФСГС. Поскольку показанные расходы практически равны поступлениям, финансовая фантазмагория не привлекает особого внимания. Однако сами по себе цифры прироста и использования («уменьшения») этих фондов представляются фантастическими: поступления в эти фонды составляют 4 372 млрд. руб., что эквивалентно 175 млрд. долларов, тогда как вся сумма экспорта нефти, нефтепродуктов и газа составила за I квартал 2008 года 74 млрд. долларов. По нашим расчетам, отчисления в резервные фонды составляли в I квартале 2008 года, ориентировочно, 35 млрд. долларов. Для того чтобы в 5 раз завысить рублевый эквивалент валютных отчислений в названные фонды, нужно в 5 раз завысить валютный курс доллара. Что сей сон значит? Мы не беремся разгадать эту загадку. Природу этих фантастических цифр должен разъяснить Минфин.

Резкое сокращение прироста валютных резервов с необходимостью вызвало изменения в денежной политике Центрального банка. В предшествующие годы эмиссионный ресурс ЦБ и прирост остатков на счетах Правительства полностью использовались для финансирования прироста валютных резервов. Кроме того, для стерилизации избытка иностранной валюты требовалась еще абсорбция средств коммерческих банков. Напротив, в 2008 году, при резком замедлении роста количества денег, прирост валютных резервов перекрывался приростом остатков на счетах бюджета, а остатки на счетах коммерческих банков в ЦБ не только не выросли, но существенно сократились. Эмиссионный ресурс ЦБ можно было использовать не для покупки иностранной валюты, а для расширения внутреннего кредита. Соответствующие данные представлены в табл. 7.

На основе данных, приведенных в табл. 7, можно заключить, что впервые за много лет эмиссия денег ЦБ использовалась, в основном, не для финансирования прироста валютных резервов, а для кредитования правительства и банков. Прирост кредитов правительству и банкам составил 136 млрд. руб., т.е. 82 процента от прироста наличных в обращении.

Нужно отметить, что рост денежного предложения Центрального банка в 2008 году резко замедлился. Как видно из таблицы 8, темп прироста количества наличных денег в течение первых четырех месяцев 2008 года по сравнению с соответствующим периодом 2007 года замедлился почти в 2,5 раза (с 16,6 до 6,8%), не смотря на ускорение инфляции.

Таблица 7. Изменения в балансе Банка России с 1 февраля по 1 мая 2007 и 2008 года, млрд. руб.

Прирост активов			Прирост пассив		
	1.02– 1.05 2007	1.02– 1.05 2008		1.02– 1.05 2007	1.02– 1.05 2008
Прирост валютных резервов	1 403,3	705,3	Прирост наличных в обращении	252,8	166,4
Прирост кредитов правительству	- 4,3	79,3	Прирост остатков на счетах правительства	438,4	827,3
Прирост кредитов банкам	0,1	56,9	Прирост остатков на счетах банков и облигаций Банка России	603,4	- 126,1
Прирост активов, всего	1 485,8	817,5	Прирост пассивов, всего	1 485,8	817,5

Ограничение денежного предложения ЦБ и другие меры денежной рестрикции обычно оправдываются ссылками на инфляцию. В 2007 году инфляция, действительно, протекала на фоне кредитно-денежной экспансии, но это не значит, что инфляция *вызывалась* кредитно-денежной экспансией. Тем более, нелогично связывать инфляцию с избытком денежного предложения в 2008 году. В I квартале 2008 по сравнению с I кварталом 2007 инфляция усилилась, не смотря на жесткую денежную рестрикцию. Денежная рестрикция, способствуя повышению процентных ставок, может усиливать инфляционные ожидания и подстегивать темп роста цен. Данные о росте цен в 2006-2008 годах представлены в табл. 9.

Таблица 8. Темпы роста количества денег (вне банков) в 2005-2008 годах, проценты*

	Наличные	Безналичные	Денежная масса М2
1 декабря 2004	1 333	2 606	3 939
1 мая 2005	1 565	3 021	4 587
<i>Темп роста</i>	117,4	115,9	116,5
1 декабря 2005	1 766	3 670	5 436
1 мая 2006	2 028	4 332	6 360
<i>Темп роста</i>	114,8	118,0	117,0
1 декабря 2006	2 451	5 563	8 014
1 мая 2007	2 859	7146	10 006
<i>Темп роста</i>	116,6	128,5	124,9
1 декабря 2007	3 373	8 790	12 163
1 мая 2008	3 601	9 746	13 348
<i>Темп роста</i>	106,8	110,9	109,7

*Мы сопоставляем данные на 1 мая с данными не на 1 января текущего года, а на 1 декабря предшествующего года, чтобы иллюминировать сезонное увеличение количества денег перед Новым годом и сезонное сокращение после Нового года.

Мы не беремся делать прогноз о темпе инфляции за текущий 2008 год, но по результатам первых пяти месяцев темп инфляции в 2008 году более чем в полтора раза превышает темп инфляции в 2007.

Номинальное количество наличных денег в обращении (с учетом наличных в кассах банков) выросло с 3 772 млрд. руб. на 1 февраля до 3 938 млрд. на 1 мая 2008 года, т.е.

на 4,4 процента. Однако одновременно повысились резервные требования, ограничивающие количество наличных, реально участвующих в обращении. Доля обязательных резервов в общей сумме наличных в обращении составила на 1 февраля 2008 года 6,2 процента, на 1 мая – 8,8 процента. Количество наличных в обращении увеличилось за рассматриваемый период на 166 млрд. руб., но одновременно обязательные резервы возросли на 112 млрд. руб. Прирост количества денег в обращении за вычетом резервных требований составил за февраль-апрель всего 54 млрд. руб., т.е. 1,5 процента. В условиях инфляции, составившей за этот период 3,7 процента, и дальнейшего роста выпуска есть все основания говорить о жесткой денежной рестрикции, которая не могла не сказаться на ликвидности банков, и, следовательно, на динамике всего спектра процентных ставок.

Таблица 9. Темпы инфляции в январе-мае 2006-2008 годов (%)

	2006	2007	2008
Январь	2,4	1,7	2,3
Февраль	1,7	1,1	1,2
Март	0,8	0,6	1,2
Апрель	0,4	0,6	1,4
Май	0,5	0,6	1,4
Январь-май	5,9	4,7	7,7
Инфляция за год	9,0	11,9	

Политика денежной рестрикции проявилась не только в жестком ограничении роста количества денег, но и в повышении ставки рефинансирования и нормативов обязательных резервов. Повышение ставки рефинансирования вряд ли имело важные последствия, поскольку ставка рефинансирования и до ее повышения была существенно выше доходности по ОБР и другим ликвидным активам, спрос на которые мог бы зависеть от ставки рефинансирования. Спрос на кредиты ЦБ со стороны коммерческих банков определялся, по-видимому, не ставкой рефинансирования, а общей нехваткой кредитных ресурсов. Не смотря на повышение ставки рефинансирования, банки существенно увеличили заимствования у Центрального банка. Обязательства коммерческих банков перед ЦБ возросли с 1 февраля по 1 мая более чем вдвое – с 45 до 102 млрд. руб.

Значительно больший эффект могли вызвать неоднократное повышение нормативов резервных требований, существенно ограничивавшее свободные резервы банков. В 2008 году нормы обязательных резервов повышались 15 января, 1 марта и 1 июня. В течение января обязательные резервы увеличились с 222 (на 1 января) до 306 на 1 февраля. После повышения нормативов резервных требований 1 марта обязательные резервы продолжали расти.

Как сказывался рост обязательных резервов на структуре свободных резервов – первичных и вторичных? Данные, приведенные в табл. 10, дают представление об изменении объема и структуры банковских резервов в течение января-апреля 2008 года.

В январе произошло резкое снижение остатков наличных в кассах банков и остатков на корреспондентских счетах. Но здесь, по-видимому, сказался сезонный фактор. Более показательным является то, что сокращение общей суммы свободных резервов продолжалось не только в январе (что можно объяснить сезонным фактором), но и в феврале, марте и апреле. В эти месяцы (февраль, март, апрель) банки постепенно восстанавливали первичные резервы, сокращая резервы вторичные. Это позволило им не сокращать, а, напротив, несколько увеличивать кредитные операции. Темпы роста

кредитов в первые месяцы 2008 года не только не снизились, но повысились (см. табл. 11).

Таблица 10. Резервы банков в 2008 году, млрд. руб.

	Месяцы				
	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
Наличные в кассах банков*	417	298	306	319	330
Корреспондентские счета банков в ЦБ	802	546	588	596	607
<i>Итого первичные резервы</i>	<i>1 219</i>	<i>844</i>	<i>894</i>	<i>915</i>	<i>937</i>
Депозиты банков в ЦБ	270	286	126	122	70
Облигации Банка России у банков	101	101	129	19	19
<i>Итого вторичные резервы</i>	<i>371</i>	<i>387</i>	<i>255</i>	<i>141</i>	<i>89</i>
<i>Свободные резервы (первичные и вторичные) всего</i>	<i>1590</i>	<i>1 231</i>	<i>1 149</i>	<i>1 056</i>	<i>1 026</i>
Обязательные резервы	222	306	316	339	346
<i>Всего резервов</i>	<i>1 812</i>	<i>1 465</i>	<i>1 465</i>	<i>1 395</i>	<i>1 372</i>
Облигации РФ в портфеле банков	Нет данн ых	597	567	448	Нет данн ых

*Мы вычисляем сумму наличных в кассах банков как разницу между показателем «количество денег в обращении с учетом остатков в кассах банков», содержащимся в Таблице «Денежная база в широком определении», и показателем «количество наличных денег в обращении вне банков», содержащимся в Таблице «Денежная масса. Национальное определение». (Официальный сайт Банка России).

Из табл. 11, в частности, видно, что за первые три месяца 2008 года объем межбанковских кредитов увеличился почти в полтора раза (на 45 процентов). Это говорит о том, что в условиях нехватки резервов резко возросла интенсивность использования банковских резервов. По-видимому, повышение интенсивности использования резервов (наряду с другими факторами) позволило не сократить, а, напротив, увеличить кредиты нефинансовым предприятиям. Но как нехватка резервов сказалась на других активных операциях банков?

Таблица 11. Темпы роста кредитов в период с 1 января по 1 апреля (в процентах)

	Темп роста кредитов, предоставленных в рублях			
	Всего	Физическим лицам	Нефинансовым организациям	Банкам
2006	108,0	109,3	107,6	107,6
2007	110,4	108,5	110,8	117,9
2008	113,7	99,0	119,2	144,9

В течение двух месяцев (февраль-март) 2008 года вложения банков в облигации всех видов сократились с 1 675 до 1 564 млрд. руб., т.е. на 6 процентов. Особенно сильно сократились вложения в наиболее ликвидные обязательства – облигации Правительства РФ (с 597 до 448 млрд. руб., т.е. на 25 процентов) и облигации Банка России (со 102 до 19 млрд. руб., т.е. более чем в 5 раз). Тем самым банки высвобождали дополнительные резервы, позволившие им расширить кредитование нефинансового сектора. Мы располагаем данными, характеризующими запас облигаций у коммерческих банков, только на 1 февраля, 1 марта и 1 апреля, т.е. за февраль и март. Но коль скоро в апреле увеличивался запас облигаций правительства у Центрального банка, можно предположить, что запас облигаций у коммерческих банков продолжал сокращаться. По-видимому, доходность ОБР и других обязательств повысилась в этот период именно потому, что снизился спрос банков на эти инструменты.

В отличие от предшествующих лет, вложения банков в акции не выросли, хотя в условиях инфляции вложения в акции обычно относительно увеличиваются, поскольку акции (в отличие от облигаций) могут служить инструментом хеджирования от потерь в капитале, связанных с инфляцией.

Понятно, что такая передислокация ресурсов предполагает увеличение разницы между ставкой по кредитам и ставкой по облигациям. Повышение обязательных резервных требований и ставки рефинансирования при одновременной денежной рестрикции должно было вызвать повышение ставки процента по кредитам и депозитам. Ставки по ОБР также повышались, но медленнее, чем ставки по кредитам. Разрыв между ставкой по кредитам и доходностью ОБР составил в январе 2008 года 5,7 процентного пункта, в феврале – 5,9, в марте – 6,2. Изменение структуры процентных ставок в первые месяцы 2008 года представлено в табл. 12.

Таблица 12. Процентные ставки в 2008 году

	Январь	Февраль	Март	Апрель
Межбанковская ставка	2,8	4,3	4,3	4,2
Доходность ОБР	4,7	5,1	5,1	5,2
Депозитная ставка	5,4	5,1	5,4	
Депозитная ставка, кроме депозитов до востребования	7,0	6,9	7,0	
Ставка по кредитам	10,4	11,0	11,3	

На рассматриваемом коротком отрезке времени повышение ставок по кредитам не привело к снижению деловой активности, что, возможно, обусловлено ожидаемой инфляцией, но на сколько-нибудь длительном временном интервале существенное повышение ставок по кредитам неизбежно способствует депрессии.

Подведем итоги. Активное сальдо торгового баланса и связанные с ним отчисления в резервные фонды в первом квартале 2008 года настолько выросли, что избыток бюджета вполне мог превысить текущие расходы. Понятно, что резервные фонды нужно расходовать, а не наращивать. Но расходовать их нужно на целевой импорт, позволяющий решить ряд острых социальных и народнохозяйственных задач, например, переоснастить науку, медицину, ключевые отрасли машиностроения и т.д. Можно было бы также кредитовать частный сектор для финансирования целевого импорта, но не для вывоза капитала.

Бесконечное наращивание резервных фондов связано с крупными потерями. Согласно официальным данным, потери бюджета на валютном курсе только за первый квартал 2008 года составили 38 млрд. руб., т.е. 1 процент от общей суммы Резервного фонда и Фонда национального благосостояния. (Данные о составляющих бюджетного избытка и направлениях их использования приведены в табл. 13.) Для сравнения скажем, что расходы федерального бюджета на сельское хозяйство составили в первом квартале 2008 года 1,4 млрд. руб., расходы на поддержание дорожного хозяйства в России составили 17,5 млрд. руб., в целом расходы на национальную экономику – 87,5 млрд. руб.

Повторяем, средства резервных фондов нужно расходовать, а не наращивать. Хранение этих средств сопряжено с потерями в размере 1 процента за квартал. Однако, передав эти средства частному сектору для вывоза капитала, можно потерять 99 процентов.

Возможно, что именно нулевой прирост резервных фондов и массивный вывоз капитала подтолкнул ЦБ к денежной рестрикции, поскольку не было нужды форсировать денежное предложение для монетизации избыточной иностранной валюты, притекавшей на внутренний рынок. Но была ли денежная рестрикция

оправданной? В этом есть все основания сомневаться. Очевидно, что инфляция в России носит немонетарный характер. Для ее преодоления нужен, прежде всего, контроль над внутренними ценами на энергоносители, которые совсем не обязательно должны следовать за мировыми ценами. Денежная рестрикция, даже в том случае, когда она приводит к депрессии, не может остановить инфляцию издержек.

Таблица 13. Бюджетный избыток в I квартале 2008 года, млрд. руб.

Составляющие бюджетного избытка		Направления использования бюджетного избытка	
Профицит	600	Прирост остатков средств на счетах бюджета	592
Прирост внешнего долга	2	Погашение внешней задолженности	19
Прирост внутреннего долга	55	Бюджетные кредиты, предоставленные внутри страны в рублях	3
Прирост государственных запасов драгоценных металлов	2	Прочие направления внутреннего использования	10
Доход на капитал, находящийся в государственной собственности	3		
<i>Итого избыток федерального бюджета</i>	662	<i>Итого использовано избыточных средств федерального бюджета</i>	624
		Потери на валютном курсе	38
Всего	662	Всего	662

В первые месяцы 2008 года коммерческие банки, перегруппировав ресурсы, смогли нейтрализовать негативные последствия политики денежной рестрикции, и даже расширить кредитование нефинансового сектора, но в перспективе политика денежной рестрикции, если она будет продолжена, может вызвать так называемую стагфляцию – экономическую депрессию, сопровождающуюся инфляцией издержек.