

Монетарный механизм экономического кризиса в России

В.Е. Маневич

доктор экономических наук, Институт проблем рынка РАН

Бизнес и банки, 2009, № 9

Массированный ввоз иностранного капитала в условиях активного сальдо торгового баланса, характерный для российской экономики в 2005-2007 годах, приводил к наращиванию официальных валютных резервов (сверх прироста стабилизационных фондов), формируемых за счет эмиссионного ресурса Центрального банка и избытка бюджета, превышающего прирост стабилизационных фондов. Начавшийся в 2008 году отток иностранного капитала и массированный вывоз отечественного капитала привели к сокращению валютных резервов и падению курса рубля. В бюджете образовался излишек, который не был своевременно использован для расширения расходов правительства и поддержки реального сектора. Эмиссионный ресурс центрального банка, который не нужно было теперь использовать для покупки иностранной валюты, не был направлен на рефинансирование банков и кредитование правительства; вместо этого ЦБ и Минфин предпочли резко сократить денежное предложение, что вызвало дефляцию цен производителей, повышение ставок по кредитам, падение инвестиций, снижение ВВП. Доходы бюджета сократились, избыток бюджета сменился дефицитом. Для преодоления кризиса необходимо восстановление контроля над международным движением капитала, отказ от денежной рестрикции, замещение вывоза капитала спросом на обязательства правительства (расширение внутреннего государственного долга), активная роль государственных посредников (институтов развития и др.) на кредитном рынке.

Макроэкономическая ситуация в России в решающей степени зависит от внешних факторов: активного сальдо торгового баланса, отражающего, прежде всего, динамику мировых цен на энергоносители, ввоза и вывоза капитала, спроса и предложения иностранной валюты. Денежная и финансовая политика в последние годы строилась исходя из чрезмерного предложения иностранной валюты и необходимости ее стерилизации, для которой использовался эмиссионный ресурс Центрального банка и избыток консолидированного бюджета. Стерилизация избыточной иностранной валюты вела к массированному росту официальных валютных резервов.

Как неоднократно отмечалось в научной и деловой периодике, жесткая зависимость денежной и финансовой политики от валютного рынка сдерживала экономический рост и была чревата серьезными трудностями в близком будущем. Тем более был необходим коренной пересмотр этой политики в условиях наступившего глобального финансового кризиса. Однако такого пересмотра не последовало, в проводимую денежную и финансовую политику не были внесены даже сколько-нибудь существенные коррективы. Денежное предложение и избыток бюджета по-прежнему зависели от валютного рынка, однако чистый ввоз капитала сменился чистым вывозом, избыточное предложение иностранной валюты сменилось избыточным спросом, а денежная экспансия – сжатием количества денег или жестким ограничением его роста. Рассмотрим подробнее составляющие денежной и финансовой политики, проводившейся в преддверии кризиса.

В предельно обобщенном виде данные о поступлении и использовании иностранной валюты в 2007 и 2008 годах представлены в таблице 1. Здесь прирост официальных валютных резервов является балансирующей статьей, уравнивающей поступление и использование (предложение и спрос) иностранной валюты.

Таблица 1. Поступления и использование иностранной валюты в 2007 и 2008 годах

Поступление иностранной валюты			Использование иностранной валюты		
	2007	2008		2007	2008
Сальдо счета текущих операций	76,2	98,9	Вывоз капитала*	136,2	231,7
Ввоз капитала	208,9	87,5	Прирост официальных валютных резервов	148,9	- 45,3
Итого	285,1	186,4	Итого	285,1	186,4

* Включая капитальные трансферты и чистые пропуски и ошибки

Прирост официальных валютных резервов включает в себя две составляющие: во-первых, прирост стабилизационных фондов, во-вторых, прирост валютных резервов в результате покупки иностранной валюты центральным банком. Состав официальных валютных резервов представлен в таблице 2.

Таблица 2. Состав официальных валютных резервов, млрд. долларов США

	2007	2008				Год
		I Квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	
1. Прирост официальных валютных резервов	148,9	6,4	64,2	15,0	- 130,9	- 45,3
2. Прирост стабилизационных фондов	67,7	6,8	- 0,2	26,5	35,3	68,4
3. Покупка (+), продажа (-) валюты Центральным банком (1 - 2)	81,2	- 0,4	64,4	- 11,5	- 166,2	- 113,7

Прирост стабилизационных фондов в 2007 году составил 67,7 млрд. долларов, в 2008 году 68,4 млрд. Покупка иностранной валюты центральным банком составила в 2007 году 81,2 млрд. долларов. В 2008 году *продажа* иностранной валюты центральным банком составила 113,8 млрд. долларов.

Таким образом, не вся иностранная валюта, ввозимая в страну в результате активного сальдо счета текущих операций и импорта капитала, поступает на валютный рынок. Отчисления в стабилизационные фонды пополняют валютные резервы, минуя внутренний валютный рынок. Как видно из таблицы 3, большая часть активного сальдо счета текущих операций в 2007 и 2008 годах изымалась в стабилизационные фонды. Следовательно, основная часть валюты, поступающей на внутренний рынок, ввозилась в результате притока иностранного капитала.

Таблица 3. Сальдо счета текущих операций и прирост стабилизационных фондов, млрд. долларов США

	2007	2008
1. Сальдо счета текущих операций	76,2	98,9
2. Прирост стабилизационных фондов	67,7	68,4
3. Сальдо счета текущих операций минус прирост стабилизационных фондов	8,5	30,5

Итак, на внутренний валютный рынок поступает, во-первых, избыток сальдо текущих операций над приростом стабилизационных фондов (этот избыток в 2007 и 2008 годах был невелик), и, во-вторых, валюта, ввезенная в результате импорта капитала. Данные о спросе и предложении иностранной валюты на внутреннем валютном рынке представлены в таблице 4.

Таблица 4. Спрос и предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, млрд. долларов США

Предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке	валюта на		Спрос на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке		
	2007	2008		2007	2008
Сальдо счета текущих операций минус прирост стабилизационных фондов	8,5	30,5	Вывоз капитала*	136,2	231,7
Ввоз капитала	208,9	87,5	Покупка (+), продажа (-) валюты центральным банком	81,2	- 113,7
Итого	217,4	118,0	Итого	217,4	118,0

* Включая капитальные трансферты и чистые пропуски и ошибки

Продажу иностранной валюты центральным банком (в отличие от покупки) можно было бы представить как один из источников *предложения*, а не спроса на иностранную валюту. Мы, однако, показываем покупку и продажу иностранной валюты центральным банком в одной строке, но с противоположным знаком, поскольку покупка или продажа валюты центральным банком является балансирующей статьей, устанавливающей равновесие спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке при определенном валютном курсе. В случае если предложение иностранной валюты (сальдо текущих операций плюс ввоз капитала) превышает спрос на нее для вывоза капитала, ЦБ вынужден покупать валюту для сдерживания укрепления рубля, которое ухудшает конкурентные позиции экспортеров и, в целом, внутренних производителей. Так дело обстоит в 2007 году и в ряде предшествующих лет. Напротив, в случае если спрос на валюту для вывоза капитала превышает ее предложение, ЦБ вынужден продавать

иностранную валюту, с тем, чтобы сдержать падение курса рубля, угрожающее инфляцией товарных цен. Так дело обстояло в 2008 году (за исключением II квартала).

Несколько слов нужно сказать о ситуации, сложившейся в 2005-2007 годах. Массированный ввоз иностранного капитала в условиях активного сальдо торгового баланса, сам по себе, является аномалией. Поскольку большая часть активного сальдо торгового баланса (и счета текущих операций в целом) изымалась в стабилизационные фонды, ввоз капитала использовался для финансирования его вывоза и для наращивания официальных валютных резервов. Здесь мы подходим к критически важному моменту нашего анализа. Что означает покупка центральным банком валюты, ввезенной в страну в результате ввоза иностранного капитала? Какова экономическая природа этой трансакции? Такая покупка означает, что ввезенный в страну иностранный капитал замещается внутренними ресурсами, представляющими собой часть внутренних сбережений, а именно, эмиссионным ресурсом центрального банка и избыточными (относительно расходов) доходами бюджета. Эти ресурсы могли бы использоваться независимо от ввоза иностранного капитала, например, для централизованных инвестиций, решения социальных проблем, или послужить источником долгосрочных кредитов.

В 2005-2007 годах, когда ввоз иностранного капитала стремительно нарастал, нередко можно было встретить утверждение, что российские фирмы и банки прибегают к иностранным заимствованиям, потому что внутри страны нет долгосрочных кредитных ресурсов, а ставка по кредитам внутри страны неприемлемо высока. Эти утверждения весьма не точны. Если заимствования, привлеченные из-за границы, замещаются внутренними ресурсами, следовательно, эти ресурсы существуют. Поскольку эти ресурсы принадлежат государству, денежные власти могли бы устанавливать приемлемую ставку по кредитам и селективно определять приоритетных заемщиков. В результате снижалась бы ставка по кредитам в экономике в целом.

Формирование внутренних ресурсов, замещающих привлеченный иностранный капитал (эмиссионный ресурс ЦБ и избыток бюджета) не зависит от ввоза иностранного капитала. Эти ресурсы не исчезают, если на валютном рынке отсутствует избыточное предложение иностранной валюты. Однако если денежные власти не используют их для увеличения общественных расходов или кредитования частного сектора, эти ресурсы оказываются избыточными. Тогда происходит сжатие денежного предложения, и замораживание избытка бюджета, что не может не сказаться на динамике экономической системы в целом: денежная рестрикция в сочетании с неиспользованным избытком

бюджета, сама по себе, не зависимо от действия других негативных факторов, ведет к рецессии.

Теперь мы должны рассмотреть основные источники финансирования покупки иностранной валюты Центральным банком. Покупка валюты осуществляется Центральным банком, во-первых, за счет прироста наличных денег в обращении, во-вторых, за счет увеличения остатков на счетах правительства *сверх прироста стабилизационных фондов*, в-третьих, за счет остатков на счетах кредитных организаций в центральном банке. Напомним, что для того, чтобы вычислить предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, мы вычитали из прироста валютных резервов прирост стабилизационных фондов. Аналогично, для того, чтобы вычислить источники финансирования покупки валюты центральным банком, нужно вычесть прирост стабилизационных фондов из суммы остатков на счетах в центральном банке.

Остатки на счетах правительства образуются, главным образом, за счет избытка консолидированного бюджета, но количественно не совпадают с официально показанными размерами этого избытка.

Остатки на счетах кредитных организаций можно, наряду с наличными деньгами, рассматривать как часть денег высокой эффективности (или денежной базы). Но если мы включаем остатки на счетах кредитных организаций в общую сумму средств на счетах в ЦБ, тогда, во избежание повторного счета, «деньги» следует свести к наличным в обращении.

Прирост валютных резервов в долларах США показан в платежном балансе РФ. О приросте валютных резервов *в рублях* можно судить по балансу центрального банка (статья «Средства, размещенные у нерезидентов и ценные бумаги иностранных эмитентов») и по таблице «Обзор центрального банка» (<http://www.cbr.ru/statistics>). Несколько сложнее обстоит дело с оценкой прироста стабилизационных фондов в рублях. Формально эти данные непосредственно представлены на сайте Минфина. Однако пользоваться ими надо с некоторой осторожностью. Объемы стабилизационных фондов в рублях отражают не только реальные изменения этих фондов, но и изменения валютного курса рубля. В 2004-2007 и в первом полугодии 2008 года, когда курс рубля укреплялся, стабилизационные фонды в рублях росли медленнее, чем в долларах. В отдельные месяцы и кварталы размер фондов в долларах мог увеличиваться, а в рублях – уменьшаться. Напротив, с августа 2008 года, когда началось снижение курса рубля, суммы фондов, выраженные в рублях, стали расти значительно быстрее, чем суммы, выраженные в долларах. Теперь иногда складывается ситуация, когда фонды, выраженные в долларах, сокращаются, но в рублях – растут. В последние месяцы официальные данные о приросте

стабилизационных фондов в рублях отражают не столько действительные приросты этих фондов, сколько изменения валютного курса. Поэтому если из сумм прироста официальных резервов в рублях (иностранных активов по балансу центрального банка) мы вычтем приросты стабилизационных фондов в рублях, исчисленные по официальным данным Минфина, мы не получим адекватного представления о затратах центрального банка на покупку иностранной валюты.

Кроме того, в отдельные периоды (месяцы или кварталы), по-видимому, за счет стабилизационных фондов предоставляются кредиты привилегированным заемщикам, которые погашаются в последующие периоды. Сделать такое предположение заставляют крайне медленный рост стабилизационных фондов, выраженных в долларах, в течение I полугодия 2008 года и их ускоренный рост во II полугодии.

Таблица 5. Вычисление прироста стабилизационных фондов

	Прирост стабилизационных фондов, млрд. долларов США	Валютный курс на конец периода	Прирост стабилизационных фондов, исчисленный по валютному курсу Млрд. руб.	<i>Справочно: Прирост стабилизационных фондов, официальные данные Млрд. руб.</i>
2007				
I квартал	18,98	26.01	493,7	465,3
II квартал	13,57	25.82	350,4	329,1
III квартал	19,37	24.95	475,5	377,4
IV квартал	15,76	24.55	386,9	330,0
<i>Год</i>	<i>67,68</i>	<i>24.55</i>	<i>1 706,5</i>	<i>1 501,8</i>
2008				
I квартал	6,57	23.52	154,5	- 7,1
II квартал	- 0,23	23.46	- 5,4	- 11,91
III квартал	26,51	25.25	669,4	958,0
IV квартал	35,40	29.38	1 040,1	1 824,1
<i>Год</i>	<i>68, 44</i>		<i>1 863,1</i>	<i>2 655,9</i>
2009				
Январь	- 3,25	35.41	- 115,1	1 243,2

Повторяем, для того, чтобы количественно определить затраты центрального банка на покупку иностранной валюты, нужно из сумм прироста официальных валютных резервов вычесть приросты стабилизационных фондов. Но эти последние мы исчисляем не по официальным данным о размерах стабилизационных фондов в рублях, а несколько иначе. А именно, приросты стабилизационных фондов за квартал в долларах, мы умножаем на валютный курс доллара в рублях на конец периода. Вычисление размеров стабилизационных фондов в рублях по валютному курсу представлено в таблице 5.

Теперь мы можем вычислить приросты (или уменьшение) валютных резервов сверх прироста резервных фондов (таблица 6), и, соответственно, затраты центрального банка на покупку иностранной валюты по кварталам 2007 и 2008 годов (таблица 7).

Таблица 6. Вычисление прироста валютных резервов сверх прироста стабилизационных фондов, млрд. руб.

	Прирост валютных резервов по балансу ЦБ	Прирост резервных фондов в рублях, исчисленный по валютному курсу	Прирост валютных резервов сверх прироста резервных фондов (1 – 2)
	1	2	3
2007			
I квартал	1004,2	493,7	510,5
II квартал	1 587,3	350,4	1 236,9
III квартал	239,2	475,5	– 236,3
IV квартал	936,5	386,9	549,6
<i>Год</i>	<i>3 767,2</i>	<i>1 706,5</i>	<i>2 060,7</i>
2008			
I квартал	234,2	154,5	79,7
II квартал	1 302,5	– 5,4	1 307,9
III квартал	843,5	669,4	174,1
IV квартал	– 1 412,0	1 040,1	– 2 452,1
<i>Год</i>	<i>1 058,2</i>	<i>1 863,1</i>	<i>– 804,9</i>

Таблица 7. Вычисление остатков на счетах в ЦБ, используемых для покупки валюты, млрд. руб.

	Прирост остатков на счетах в ЦБ, всего	Прирост резервных фондов в рублях, исчисленный по валютному курсу	Прирост остатков на счетах в ЦБ минус прирост резервных фондов (1 – 2)
	1	2	3
2007			
I квартал	860,0	493,7	366,3
II квартал	1 187,1	350,4	836,7
III квартал	298,2	475,5	– 177,3
IV квартал	476,2	386,9	89,3
<i>Год</i>	<i>2 821,5</i>	<i>1 706,5</i>	<i>1 115,0</i>
2008			
I квартал	532,3	154,5	377,8
II квартал	1 033,9	– 5,4	1 039,3
III квартал	425,7	669,4	– 243,7
IV квартал	– 297,7*	1 040,1	– 1 337,8
<i>Год</i>	<i>1694,2</i>	<i>1 863,1</i>	<i>– 168,9</i>

* Эта цифра рассчитана по таблице: Обзор центрального банка на 1 января 2009 г.
<http://www.crb.ru/statistics/>

Решающее значение для дальнейшего изложения имеет параллельный анализ таблицы 8, отображающая зависимость денежного предложения и бюджетной политики от изменений платежного баланса, и таблицы 9, характеризующие поступление и использование иностранной валюты по кварталам 2008 года.

Таблица 8. Прирост валютных резервов и источники его финансирования, млрд. руб.

1	Источники финансирования прироста валютных резервов сверх прироста стабилизационных фондов			Прирост валютных резервов сверх прироста резервных фондов (млрд. руб.)	Избыток (+), недостаток (-) источников финансирования прироста валютных резервов (4 – 5)
	Прирост остатков на счетах в ЦБ минус прирост резервных фондов	Прирост наличных денег в обращении	Всего		
2	3	4	5	6	
2007					
I квартал	366,3	– 119,5	246,8	510,5	– 263,7
II квартал	836,7	312,0	1148,7	1 236,9	– 88,2
III квартал	– 177,3	215,6	38,3	– 236,3	274,6
IV квартал	89,3	648,4	737,7	549,6	188,1
<i>Год</i>	<i>1 046,6</i>	<i>1 056,5</i>	<i>2 103,1</i>	<i>2 060,7</i>	<i>42,4</i>
2008					
I квартал	377,8	– 324,2	53,6	75,2	– 21,6
II квартал	1 039,3	282,8	1 322,1	1 307,9	14,2
III квартал	– 243,7	208,1	– 35,6	174,1	– 209,7
IV квартал	– 1 337,8	86,8	– 1 251,0	– 2 452,1	1 201,1
<i>Год</i>	<i>– 164,4</i>	<i>253,5</i>	<i>84,6</i>	<i>– 804,9</i>	<i>984,0</i>

Как видно из таблицы 8, в отдельные периоды существует либо избыток, либо недостаток источников финансирования. Внимательное чтение ежемесячно публикуемого баланса центрального банка позволяет заключить, что временные *нехватки* источников финансирования покрываются за счет статьи, скромно именуемой «прочие пассивы»¹. В этой статье отражаются резервы («провизии») формируемые центральным банком в предшествующие периоды. Избыток источников финансирования представляет собой неиспользованные средства на счетах правительства в центральном банке, а, в конечном счете, – неиспользованный (в данный период) для покупки валюты профицит бюджета. Можно предположить, что за счет части временных избытков пополняются «прочие пассивы» центрального банка.

Небольшие величины избытка или недостатка источников финансирования относительно прироста валютных резервов сверх прироста стабилизационных фондов

¹ Методологические указания к Бюллетеню банковской статистики содержат такое определение статьи баланса ЦБ *прочие пассивы*: «В статье прочие пассивы отражены сальдо доходов и расходов по операциям с ценными бумагами, задолженность по процентам, начисленным, но неуплаченным, провизии, созданные Банком России, средства для дополнительного пенсионного обеспечения и остатки по некоторым другим счетам».

(итоговые данные за 2007 год, данные за I и II кварталы 2008 года) можно отнести за счет неточности наших расчетов. Однако необходимо объяснить, за счет чего в одни периоды достигается относительная сбалансированность источников финансирования и прироста резервов, и чем вызывается их дисбаланс в другие периоды, причем причины дисбаланса могут лежать как на стороне предложения иностранной валюты, так и на стороне формирования источников финансирования валютных резервов.

Таблица 9. Поступление и использование иностранной валюты, поквартальные данные за 2008 год, млрд. долларов США.

Поступление иностранной валюты					Использование иностранной валюты				
	I	II	III	IV		I	II	III	IV
1. Сальдо счета текущих операций	37,4	25,8	27,6	8,1	1. Вывоз капитала	53,5	34,4	52,9	94,6
2. Ввоз капитала	22,5	72,9	40,4	- 44,4	2. Прирост валютных резервов	6,4	64,2	15,0	- 130,9
					В том числе: Прирост стабилизационных фондов	6,8	- 0,2	26,5	35,4
					Прирост прочих валютных резервов	- 0,4	64,4	- 11,5	- 166,3
Итого (1 + 2)	59,9	98,7	68,0	- 36,3	Итого (1 + 2)	59,9	98,6	67,9	- 36,3

В I квартале 2007 года нехватка источников финансирования, в значительной степени, объясняется сезонным сокращением количества денег, и, надо полагать, сезонным сокращением профицита бюджета. Во II квартале некоторый недостаток источников финансирования, очевидно, связан с взлетом ввоза капитала и предложения иностранной валюты. (Во II квартале 2007 года ввоз капитала составил 68,7 млрд. долларов, прирост валютных резервов – 65,5 млрд. долларов, в I квартале - 42,9 и 32,9 млрд. соответственно). В III квартале 2007 года временно снизился ввоз капитал и усилился его вывоз, а прирост валютных резервов сократился до 7,9 млрд. долларов. Прирост валютных резервов сверх стабилизационных фондов составил отрицательную величину. Результатом явился избыток источников финансирования. В IV квартале 2007 избыток источников финансирования года объясняется сезонным расширением количества денег.

Избыток и недостаток источников финансирования прироста валютных резервов (сверх стабилизационных фондов) в отдельных кварталах 2007 года, в целом,

уравновешивается. Небольшой избыток источников финансирования за год в целом (42, 4 млрд. руб.) вполне можно объяснить неточностью наших расчетов.

Качественно иная ситуация складывалась в 2008 году. В I квартале года усилился вывоз капитала и резко сократился его ввоз, что было первым сигналом того, что кризис, начавшийся на внешних финансовых рынках, оказывает воздействие на внутреннюю экономику России. В этих условиях, в принципе, должен был образоваться крупный избыток источников финансирования, как это было в III квартале 2007 года. Этого, однако, не произошло, потому что центральный банк прибег к резкому сжатию количества денег, почти втрое превысившему обычное сезонное их сокращение.

В I квартале 2008 года: прироста валютных резервов сверх стабилизационного фонда вообще не было. Казалось бы, денежную эмиссию можно было использовать для кредитования банков и правительства. Вместо этого происходит резкое сжатие денежной массы. Прирост остатков на счетах бюджета и сокращение количества наличных денег составили в I квартале количественно близкие величины. Денежные власти могли выбирать между двумя возможностями: увеличить расходы бюджета, во-первых, за счет сокращения профицита (и соответствующего сокращения остатков на счетах правительства), во-вторых, за счет эмиссионного ресурса ЦБ, или сохранить бюджетный профицит и резко сжать количество денег. С точки зрения поддержания равновесия баланса ЦБ эти альтернативы эквивалентны, но с точки зрения экономики они противоположны. Первая альтернатива соответствует курсу экономической экспансии, вторая – курсу сдерживания роста, который при упорном его проведении приведет к депрессии. Уже в I квартале 2008 года правительство и ЦБ однозначно выбрали вторую альтернативу, вероятно, не вполне оценивая ее последствия для экономики.

Вместе с тем, в I квартале 2008 года резко замедлился прирост стабилизационных фондов (6,6 млрд. долларов против 19 млрд. в I квартале 2007). Мировые цены на нефть в I квартале 2008 года продолжали расти, поэтому отчисления в стабилизационные фонды должны были расти, а не сокращаться. По нашим приблизительным расчетам, исходя из динамики мировых цен на нефть, прирост стабилизационных фондов должен был составить в I квартале около 35 млрд. долларов, однако он составил всего лишь 6,6 млрд.

Поскольку одновременно возрос вывоз капитала, мы можем заключить, что часть средств, которые должны были пополнить стабилизационные фонды, были брошены на валютный рынок. Власти и в этом случае могли выбирать: удовлетворять ли возросший рыночный спрос на иностранную валюту (связанный с вывозом капитала) за счет части стабилизационных фондов, или за счет сокращения прочих валютных резервов. В I полугодии 2008 года власти предпочли расходовать средства стабилизационных фондов,

во втором полугодии они стали расходовать прочие валютные резервы и, в то же время, наращивать стабилизационные фонды, вероятно, не только за счет текущих поступлений, но также за счет погашения кредитов, ранее выданных частным заемщикам.

Если выбирать между приростом стабилизационных фондов и приростом прочих валютных резервов, очевидно, что выбрать нужно прирост стабилизационных фондов, потому что он не требует от Центрального банка каких-либо затрат. Более того, сокращение прироста прочих резервов высвобождает эмиссионный ресурс и позволяет увеличить расходы бюджета. Но если речь идет не о приростах, а о сокращении валютных резервов, эффект сокращения стабилизационных фондов и сокращения прочих резервов будет, в принципе, одинаковым. Во II полугодии 2008 года денежные власти стали наращивать стабилизационные фонды и сокращать прочие резервы. В условиях развертывавшегося кризиса и бегства капитала это не имело принципиального значения. Кроме того, российские денежные власти, к сожалению, никогда не ставили перед собой задачи высвобождения эмиссионного ресурса и сокращения профицита бюджета.

Во II квартале 2008 года на валютном рынке наступила временная стабилизация, которая оказалась лишь короткой передышкой в развитии финансового кризиса. Уже в III квартале 2008 года ввоз капитала сократился, а вывоз почти вдвое увеличился (с учетом «чистых пропусков и ошибок»). Из-за резко усилившегося вывоза капитала, прирост валютных резервов сверх стабилизационных фондов в III квартале был относительно небольшим, что, однако, не предотвратило нехватки источников финансирования. По-видимому, резкое увеличение профицита и остатков на счетах правительства в ЦБ во II квартале сделали неизбежным рост расходов бюджета и, соответственно, сокращение остатков на счетах в ЦБ в III квартале.

Наконец полномасштабный кризис на валютном и финансовом рынке разразился в IV квартале 2008 года, когда падение цен на нефть совпало с обострением финансового кризиса на Западе. На этой ситуации мы должны остановиться подробнее.

Активное сальдо текущих операций сократилось в IV квартале более чем в 3 раза (с 27,6 млрд. долларов в III квартале до 8,1 млрд. в IV квартале). Одновременно приток иностранного капитала в IV квартале 2008 года сменился его оттоком. Отрицательное сальдо ввоза иностранного капитала составило 44,4 млрд. долларов. В то же время резко усилился вывоз отечественного капитала (52,9 млрд. долларов в III квартале, 94,6 млрд. долларов в IV квартале 2008 года). Предложение иностранной валюты сократилось, спрос на нее резко возрос. Валютный курс рубля стал падать. Стремясь затормозить падение курса рубля, ЦБ вынужден был продавать валютные резервы. Правда, теперь, в отличие от I и II кварталов 2008 года, ЦБ продолжал наращивать стабилизационные фонды и

сокращал прочие валютные резервы, что, как нам представляется, было, в принципе, верным решением.

Как ситуация, сложившаяся на валютном рынке, сказывалась на денежной и финансовой политике? Прирост валютных резервов сверх прироста резервных фондов сменился их стремительным сокращением. В принципе, это должно было высвободить эмиссионный ресурс центрального банка, который можно было использовать для поддержки банковского сектора и реальной экономики. Вместо этого ЦБ резко снизил темпы прироста наличных денег. Заметим, что в IV квартале обычно происходит сезонное расширение, а в I квартале – сезонное сжатие количества денег. В 2008 году сокращение количества денег в I квартале втрое превосходило сокращение в I квартале 2007 года, а сезонного расширения количества денег в IV квартале не произошло вовсе. В IV квартале 2007 года прирост наличных в обращении составил 648,4 млрд. руб., в IV квартале 2008 – всего 86,8 млрд. Жесткая денежная рестрикция осуществлялась в условиях начавшегося спада, и, понятно, способствовала дальнейшему его усилению. Одновременно сократились остатки на счетах в ЦБ, что, по-видимому, было связано не только со снижением доходов от внешнеэкономической деятельности, но, в целом, с падением производства ВВП и доходов бюджета.

Прирост количества наличных денег в обращении составил в 2007 году 1 056,5 млрд. руб., в 2008 году - всего 253,5 млрд. руб. (в 4 раза меньше). Между тем номинальный ВВП вырос с 33 113,5 до 41 540,4 млрд. руб. Рост количества денег составил 106,1%, рост номинального ВВП 125,4%. Количество денег *относительно ВВП* уменьшилось и составило 84,6% относительно уровня 2007 года. Такое сжатие денежной массы само по себе не могло не привести к снижению экономической активности.

Не смотря на сокращение остатков на счетах в ЦБ и жесткую денежную рестрикцию, сокращение валютных резервов, не включаемых в стабилизационные фонды, было большим, чем сокращение источников их финансирования. Это значит, что в IV квартале 2008 года в бюджете все еще имелись избыточные средства, которые могли быть использованы (и действительно были использованы) для поддержки банков и корпораций. Однако уже в I квартале 2009 года, в результате снижения объема ВВП и доходов бюджета, этого избытка не будет. Минфин и МЭРТ уже заявили о секвестре текущих расходов бюджета. Но давно известно, что сокращение расходов правительства ведет к углублению, а не к преодолению кризиса.

Вряд ли стоит видеть злой умысел банков в том, что денежные средства, выделенные на их поддержку, использовались для покупки валюты и вывоза капитала. Банки должны выполнять приказы своих клиентов, и если бы они не получили

дополнительной ликвидности, они, вполне вероятно, не способны были бы выполнить эти приказы, т.е. оказались банкротами. Если правительство считает, что в сложившихся условиях вывоз капитала нужно ограничить (что, безусловно, верно) оно должно пересмотреть валютное законодательство, восстановить контроль над движением капитала. Банки это сделать не могут.

При отсутствии достаточного предложения других внутренних активов, например, государственных обязательств, единственной альтернативой падающим инвестициям в реальный капитал становится спрос на иностранные активы, другими словами – вывоз капитала.

Таблица 10. Прирост активов домохозяйств и корпораций (включая коммерческие банки), млрд. руб.

	2004	2005	2006	2007	2008
Накопление капитала*	3 057,3	3 532,3	4 538,5	6 850,8	9 186,5
Прирост количества денег высокой эффективности	456,3	510,7	1 138,0	1 393,3	101,0
Прирост краткосрочных обязательств (ОБР)	9,7	23,2	70,2	- 2,4	- 88,2
Прирост долгосрочных обязательств правительства	93,2	94,5	143,7	220,8	172,6
Прирост иностранных активов	1 113,5	2 130,4	1 939,2	3 256,9	6 751,5
Итого прирост активов	4 730,0	6 291,1	7 829,6	11 719,4	16 23,4

* Данные о накоплении капитала правительством, корпорациями и домохозяйствами за 2004-2006 годы представлены в Национальных счетах России. Данные за 2007 и 2008 годы мы вычисляем следующим образом: Доля правительства в использовании ВВП устойчиво составляет 20-21 процент. Данные о текущем потреблении государственного управления приводятся на сайте ФСГС. Разницу между объемом использования ВВП правительством (21 процент ВВП) и объемом текущего потребления государственного управления мы принимаем в качестве накопления капитала государством. Остальное накопление основного капитала мы относим к домохозяйствам и корпорациям. Цифры, исчисленные нами, даны курсивом.

Таблица 11. Структура прироста активов домохозяйств и корпораций (включая коммерческие банки), в %

	2004	2005	2006	2007	2008
Накопление капитала	64,6	56,1	58,0	58,5	57,0
Прирост количества денег высокой эффективности	9,7	8,1	14,5	11,8	0,6
Прирост краткосрочных обязательств (ОБР)	0,2	0,4	0,9	- 0,0	- 0,5
Прирост долгосрочных обязательств правительства	2,0	1,5	1,8	1,9	1,0
Прирост иностранных активов	23,5	33,9	24,8	27,8	41,9
Итого прирост активов	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Как видно из таблиц 10 и 11, прирост иностранных активов частного сектора составил в 2008 году 41,9 процента от общей суммы прироста активов (27,8% в 2007), прирост количества денег высокой эффективности составил 0,6% от прироста активов (11,8% в 2007), прирост облигаций правительства и центрального банка составил 0,5% (1,9% в 2007). Доля накопления реального капитала в общей сумме прироста активов также несколько снизилась (с 58,5 в 2007 до 57,0% в 2008 году), но все же главным фактором повышения доли иностранных активов явилось сжатие предложения денег и недостаточное предложение инструментов государственного долга.

Таблица 12. Среднемесячные процентные ставки в 2008 году

	Месяцы											
	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	10	11	12
Межбанковская ставка	2,8	4,3	4,3	4,2	3,7	3,7	4,4	5,8	7,1	7,6	9,5	8,3
Доходность ОБР	4,7	5,1	5,1	5,2	4,9	5,3	5,6	5,9	6,2	6,5	7,2	8,7
Депозитная ставка	5,4	5,1	5,4	5,3	5,2	5,6	5,4	5,8	5,9	6,2	6,8	
Депозитная ставка, кроме депозитов до востребования	7,0	6,9	7,0	7,1	6,9	7,4	7,4	7,4	7,6	8,4	8,9	
Ставка по кредитам	10,4	11,0	11,3	11,2	11,0	11,3	11,4	11,8	12,7	14,1	15,0	

Сжатие количества денег вполне закономерно привело к росту всего спектра процентных ставок. В частности, ставки процента по кредитам выросли почти в полтора раза, с 10,4% в январе до 15,0 процента в ноябре. Соответствующие данные приведены в таблице 12.

Рост процентных ставок неизбежно ведет к снижению инвестиций в реальный капитал. Данные о динамике инвестиций в 2007 и 2008 годах приведены в таблице 13.

Таблица 13. Темпы роста инвестиций в основной капитал
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	2007	2008
I квартал	122,8	119,1
II квартал	124,2	113,0
III квартал	118,2	109,8
Октябрь	119,6	106,9
Ноябрь	115,5	103,9
Декабрь	124,5	97,7
IV квартал	120,6	101,8
Год	121,1	109,1

В декабре 2008 года, впервые за 10 лет, объем инвестиций снизился по сравнению с декабрем предшествующего 2007 года. При этом если темпы роста инвестиций в основной капитал российской экономике в течение 2008 года снижались, а в последнем, кризисном квартале 2008 года стали падать, то темпы инвестиций российских

организаций за рубежом, напротив, быстро росли. За январь-сентябрь 2008 года инвестиции российских компаний за рубежом выросли по сравнению с тем же периодом 2007 года на 68,6% (с 54,2 млрд. долларов до 91,3 млрд. долларов).

Вслед за снижением инвестиций начался спад производства ВВП. Номинальный объем ВВП в IV квартале составил 92,6% от ВВП в III квартале 2008 года, а с учетом инфляции 90,4%. Номинальный объем ВВП в IV квартале 2007 года составил 109,5%, реальный объем – 105,3% от уровня III квартала того же года.

Признаком начинающейся рецессии в реальном производстве является дефляция цен (хотя в силу ряда причин, например, снижения курса национальной валюты, этот признак бывает слабо выражен). Действительно, с сентября 2008 года индексы цен производителей промышленной продукции (ИЦППП) снижались. В 2008 году ИЦППП в течение сентября-декабря снизились до 75,3 % от уровня августа 2008 года. Другого примера устойчивого снижения цен производителей промышленной продукции в течение четырех месяцев не было с 1998 год, когда ИЦППП, не смотря на некоторое, хотя и медленное повышение потребительских цен, снижался в течение 6 месяцев – с марта по август. Но тогда снижение ИЦППП было относительно небольшим: за апрель-август они снизились на 4,4%. Теперь классический признак рецессии – дефляция цен – стал более четким.

Кризис, как и пожар, легче предотвратить, чем потушить. Но коль скоро это не сделано, нельзя ограничиться констатацией ухудшающегося положения (на такие констатации не скупятся руководители Минфина и МЭРТ), нужны экстренные меры для преодоления кризиса. Необходимо восстановление валютного контроля, ограничивающего вывоз отечественного капитала; необходим отказ от денежной рестрикции, восстановление нормального денежного предложения, расширение, а не сокращение государственных расходов, постоянное и значительное присутствие институтов, близких к правительству, на кредитном рынке.

Отток иностранного капитала в сегодняшних условиях также крайне нежелателен, но он не столь опасен, как вывоз отечественного капитала. В значительной мере отток иностранного капитала связан с тем, что прежнюю задолженность банков и корпораций теперь невозможно рефинансировать за счет новых заимствований. В IV квартале 2008 года отток иностранного капитала составил 44,4 млрд. долларов, вывоз отечественного капитала – 94,6 млрд. Если бы утечка капитала ограничивалась оттоком иностранного капитала, спрос на иностранную валюту, вызываемый этим оттоком, можно было почти полностью уравновесить за счет отчислений в стабилизационные фонды (35,4 млрд.

долларов). Тогда сокращение валютных резервов было бы минимальным, а снижение курса рубля – незначительным.

В сегодняшних условиях необходимо, хотя бы административными мерами, остановить массированный вывоз отечественного капитала. Если спрос частного сектора на иностранные активы будет ограничен, возрастет спрос на альтернативные активы – инвестиции в реальный капитал, государственные облигации, деньги высокой эффективности. Вполне правомерно полагать, что ограничение вывоза капитала позволит увеличить федеральный долг под умеренные проценты, и, соответственно, расширить расходы бюджета и ресурсную базу финансовых посредников, близких к правительству.

Другая необходимая мера – отказ от денежной рестрикции и восстановление нормального предложения денег высокой эффективности. В сегодняшних условиях нет необходимости использовать эмиссионный ресурс центрального банка для покупки валюты. Но отсюда вовсе не следует, что нужно сжимать денежное предложение. Эмиссионный ресурс нужно использовать, главным образом, для кредитования правительства, либо непосредственно, либо через операции на открытом рынке ценных бумаг. Это особенно важно в условиях приближающегося (или уже наступившего) бюджетного дефицита. Часть эмиссионного ресурса может быть направлена на кредитование коммерческих банков через «дисконтное окно».

Участие правительства (или финансовых посредников, близких к правительству, например, институтов развития) в кредитовании реального сектора позволит снизить ставку процента по кредитам и сократить банковскую маржу в экономике в целом, что чрезвычайно важно для преодоления кризиса.

Конечно, переживаемый кризис имеет и немонетарные причины. Однако именно проводившаяся в течение всего последнего десятилетия денежная и финансовая политика обусловила сроки его возникновения и остроту его протекания.