



КОММЕНТАРИИ

СПРАВИТСЯ ЛИ БАНК РОССИИ С НЕОЖИДАННЫМ ПРИТОКОМ КАПИТАЛА?

В начале года много говорили о возможном кризисе ликвидности в экономике, но все эти разговоры оказались далекими от реальности - уже в первые месяцы 2007 г. в экономике образовалась «излишняя» ликвидность. И если раньше за стерилизацию валюты, поступающей от экспорта нефти и нефтепродуктов, «отвечал» Стабфонд (и довольно успешно с этой задачей справлялся), то в 2007 г. резко вырос приток инвестиций по капитальному счету, а эти средства никаким образом в Стабфонд попасть не могут. Удерживая национальную валюту от «чрезмерного» укрепления и проводя масштабные рублевые интервенции на валютном рынке, Банк России эмитирует рубли, которые оседают на счетах банковской системы и потенциально несут в себе значительную инфляционную угрозу. Сможет ли Банк России провести эффективную их стерилизацию, используя находящиеся в его распоряжении инструменты денежной политики?

Обычно под «излишней» ликвидностью банковского сектора принято понимать средства на корреспондентских счетах кредитных организаций и депозиты банков в Банке России, вложения в облигации Банка России, и операции обратного модифицированного РЕПО. Средства банков в Банке России (с учетом обязательных резервов) на начало 2006 г. составляли около 710 млрд. руб., на начало 2007 г. – 1060 млрд. руб., а к концу апреля – 1517 млрд. руб. Отметим, что Центральный банк имеет возможность влиять на все параметры «излишней» банковской ликвидности, кроме средств на корсчетах, при помощи процентных ставок или норм резервирования.

В последние годы, когда основным источником валютных поступлений был экспорт энергоносителей, главным инструментом абсорбирования «излишней» ликвидности являлся Стабилизационный фонд. В 2006 г. рост объема фонда составил 1100 млрд. руб. (714 млрд. руб. в 2005 г.), при этом рост широкой денежной базы составил 1208 млрд. руб. (542 млрд. руб. в 2005 г.), а золотовалютные резервы увеличились на 107 млрд. долл. (62 млрд. долл. в 2005 г.). Рост денежной базы относительно увеличения объема валютных резервов составил более 40% - следовательно, в прошлом году стерилизация ликвидности через Стабфонд составила 60%. В 2007 г. динамика роста средств в Стабфонде соответствует развитию ситуации в начале 2006 г. и объем «откачки» средств через Стабфонд сохраняется. Вместе с тем значительная часть валюты начала притекать в частный сектор по капитальным операциям, что определило огромный рост ликвидности на счетах коммерческих банков: за первый квартал 2007 г. рост иностранных инвестиций составил 13 млрд. долл. (за аналогичный период 2006 г. наблюдался отток в 4.5 млрд. долл.). Приток частного капитала в апреле текущего года достиг 17 млрд. долл., что заставило Центральный банк увеличить денежную базу еще на 385 млрд. руб.


Прирост денежных показателей и приток иностранного капитала

	2005 г.	2006 г.	Январь-апрель 2006 г.	Январь-апрель 2007 г.
млрд. руб.				
Прирост широкой денежной базы (за период)	542	1208	-51	473
Прирост средств Стабфонда (за период)	714	1100	536	573,6
Остатки средств коммерческих банков в Банке России (на конец периода)	710	1060	692	1517
корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	508,6	638	325,1	411
обязательные резервы	161,4	221	176,1	219
депозиты банков в Банке России	7,2	98	59,4	579
облигации Банка России у кредитных организаций	32,8	102	124,9	308
млрд. долл.				
	2005 г.	2006 г.	I кв. 2006 г.	I кв. 2007 г.
Приток капитала ("-" отток, за период)	-0,7	11,4	-7,2	11,4
Федеральные органы управления	-9,4	-29,5	-2,8	-1,8
Органы денежно-кредитного регулирования	-2,5	0,3	0,1	-0,1
Частный сектор	11,2	40,6	-4,5	13,3
Банки	5,8	27,4	-3	-8,9
Прочие секторы	5,4	13,2	-1,5	22,2
Изменение валютных резервов ('+' -снижение, '-' -рост)	61,7	107,2	21,7	32,8

Источники: Центральный банк, Министерство финансов, расчеты Центра развития.

Золотовалютные резервы ЦРР за первые 18 дней мая увеличились еще на 25 млрд. долл. В связи с этим депозиты коммерческих банков в Банке России на 22 мая достигли 1161 млрд. руб. (данных по вложениям в ОБР за рассматриваемый период нет).

Большой объем средств банков в Центральном банке несет в себе несколько рисков для финансовой стабильности экономики. Во-первых, это инфляционный риск (при продолжении рублевых интервенций). Сложившийся «денежный навес» угрожает тем, что рано или поздно «лишние» деньги «выйдут» в экономику и рост цен значительно ускорится. Во-вторых, это риск резкого укрепления рубля (если Банк России решит, что инфляционный риск будет слишком высоким, то он просто перестанет активно выкупать валюту).

Для удержания средств коммерческих банков Банк России стал активнее использовать политику регулирования процентных ставок. С апреля 2007 г. он увеличил ставки по депозитным операциям (однодневным - с 2,25 до 2,5% годовых, недельным - с 2,75 до 3%). Данная мера имела



некоторый эффект: объемы депозитов в Банке России за апрель выросли на 333 млрд. руб., или более чем в два раза. При этом в апреле объем средств на корреспондентских счетах несколько сократился. Кроме того, в марте и апреле была повышена ставка по облигациям Банка России с 4,7 до 5% годовых, что отразилось на увеличении вложений коммерческих банков в ОБР за соответствующий период на 144 млрд. руб. Наконец, 14 мая Центральный банк объявил об увеличении нормативов обязательных резервов с 1 июля 2007 г: с 3,5 до 4,5% годовых по обязательствам перед организациями и с 3,5 до 4% годовых по обязательствам перед частными лицами. Обязательные резервы на конец апреля составляли 220 млрд. руб., или 14% от объема всех средств банков в Банке России.

Данные меры имеют скорее психологический эффект, Банк России явно стремится показать, что намерен бороться за снижение темпов инфляции изменением процентных ставок. Однако, по нашим оценкам, дальнейшее увеличение ставок по депозитам, облигациям и обязательным резервам позволит дополнительно привлечь порядка 100-150 млрд. руб. средств коммерческих банков. При сохранении номинального обменного курса рубля мерами изменения процентных ставок Банк России сможет добиться стерилизации не более чем 40% «излишней» ликвидности.

Таким образом, Банк России находится сейчас в достаточно сложной ситуации. С одной стороны, он подтверждает свою приверженность политике снижения темпов инфляции, с другой стороны – вынужден усиленно наращивать денежную эмиссию. Нынешнее состояние является неустойчивым - ведь банки могут в любой момент снять деньги со счетов в ЦБР и перевести их в экономику. Иными словами, экономика стоит перед дилеммой роста кредитов и снижения темпов инфляции. В сложившихся обстоятельствах ЦБР не сможет решить проблему одновременного сдерживания инфляции и недопущения укрепления рубля. В связи с этим уже высказываются идеи, что решать данную проблему надо с использованием бюджетной политики. Формально Министерство финансов не отвечает за рост цен в экономике, но «зажимание» бюджетных расходов и увеличение внутренних заимствований действительно могут снизить инфляционное давление на денежном рынке. Однако цель бюджетной политики - не борьба с инфляцией, и у фискальных властей достаточно своих проблем. Главная задача фискальной политики – это бездефицитный или низкодефицитный бюджет, финансируемый немонетарными методами.

Елена Шарипова