



ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ: ЕГО ИСТОЧНИКИ, ВОЗМОЖНЫЙ МАСШТАБ И ВЕРОЯТНОСТЬ НАСТУПЛЕНИЯ КРИЗИСА

В российской экономике продолжают сохраняться опасения, связанные с ожидаемым недостатком ликвидности. Они могут быть объяснены двумя главными факторами: во-первых, сокращением притока капитала или даже его оттоком в четвертом квартале 2007 г.; во-вторых, избыточным накоплением наличных денег на руках у населения.

Для того чтобы оценить вероятность наступления кризиса, прежде всего необходимо проанализировать масштабы проблемы и посмотреть, что могут Банк России и Правительство предпринять для ее решения.

Сокращение притока иностранного капитала

По нашим оценкам, в результате сокращения иностранных заимствований чистая международная инвестиционная позиция (МИП) банковской системы уменьшится к концу года на 8 млрд. долл. Отметим, что банковская система и денежные власти с 2003 г. не сталкивались с уменьшением МИП в конце года. Соответственно, впервые за последние годы банковская система в четвертом квартале 2007 г. не будет располагать зарубежным источником расширения ресурсной базы по причине резкого роста стоимости заемных средств за рубежом. Наоборот, существует необходимость наращивания ликвидных иностранных активов для обеспечения накопленных иностранных займов и депозитов (пассивов нерезидентов в коммерческих банках), резко выросших в предшествовавшее ипотечному кризису время, что еще более усугубляет сложившийся дисбаланс.

Вследствие этого можно прогнозировать сокращение основного источника покрытия ликвидности. Чистые иностранные активы в четвертом квартале 2007 г. прирастут, по нашим оценкам, всего на 520 млрд. руб., что значительно ниже показателей соответствующих периодов 2003-2006 гг. (при том что с 2003 г. объемы наличных денег в экономике, депозитов населения и предприятий увеличились без малого в 3,2–3,5 раза каждый).

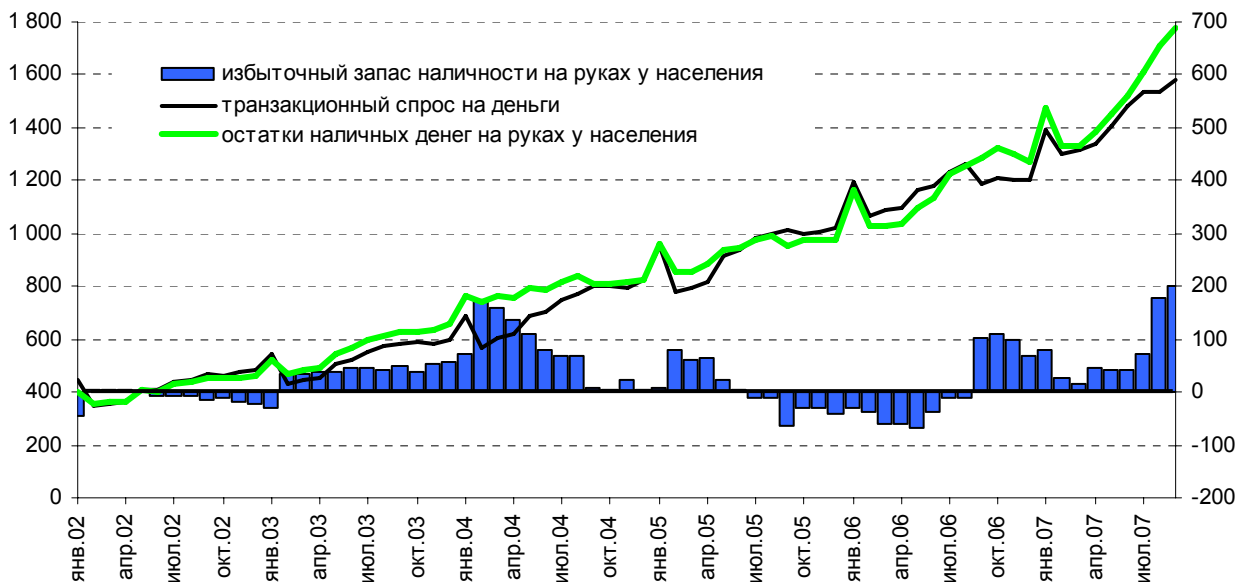
Избыточное накопление наличных денег на руках у населения

Согласно нашим расчетам рубль, использовавшийся населением после 2003 г. для удовлетворения транзакционного и спекулятивного спроса на деньги, начинает играть все большую роль в качестве инструмента хранения денег «на черный день». Если спекулятивный перевод наличной валюты в рубли в 2003-2004 гг. осуществлялся преимущественно в форме наращивания организованных сбережений (депозитов в банках и т.п.), то перевод наличной валюты в наличные рубли, откладываемые «на черный день» (как это, похоже, происходит с середины 2006 г.), будет способствовать временному изъятию рублевой наличности из экономики, а следовательно, сокращению уровня текущей ликвидности.



По нашим оценкам, доля избыточных¹¹ наличных рублей на руках у населения на 1 сентября 2007 г. составила около 200 млрд. руб., или 12,6% от объема транзакционного спроса на наличные деньги (см. рис. 1). Данный показатель является рекордным начиная с февраля–июня 2004 г., когда под влиянием новой волны продажи валюты и, возможно, предвыборного фактора он достиг 30% от транзакционного спроса (тогда составлявшего около 170 млрд. руб.).

Рис. 1. Декомпозиция остатков наличных денег на транзакционный и избыточный спрос (млрд. руб.)



Источники: Росстат, расчеты: Центра развития.

Учитывая дополнительную стерилизацию ликвидности Стабфондом, в 2004 г. это привело к «перестерилизации» ликвидности, после чего слухи о формировании в Банке России некоего «черного списка» банков спровоцировали кризис доверия населения к банковской системе, вызвав временный отток средств с депозитов. Тем не менее сам кризис доверия 2004 года не увеличил избыточную рублевую наличность на руках у населения: население снимало тогда средства с депозитов, конвертируя их в большей степени в наличную валюту, чем в рубли. Таким образом, с точки зрения сокращения объемов рублевой банковской ликвидности в экономике кризис доверия 2004 года, ввиду того что раньше девальвационные ожидания были сильны и население «уходило в валюту» при любых признаках напряженности на межбанковском рынке, имел незначительный эффект (см. рис. 2).

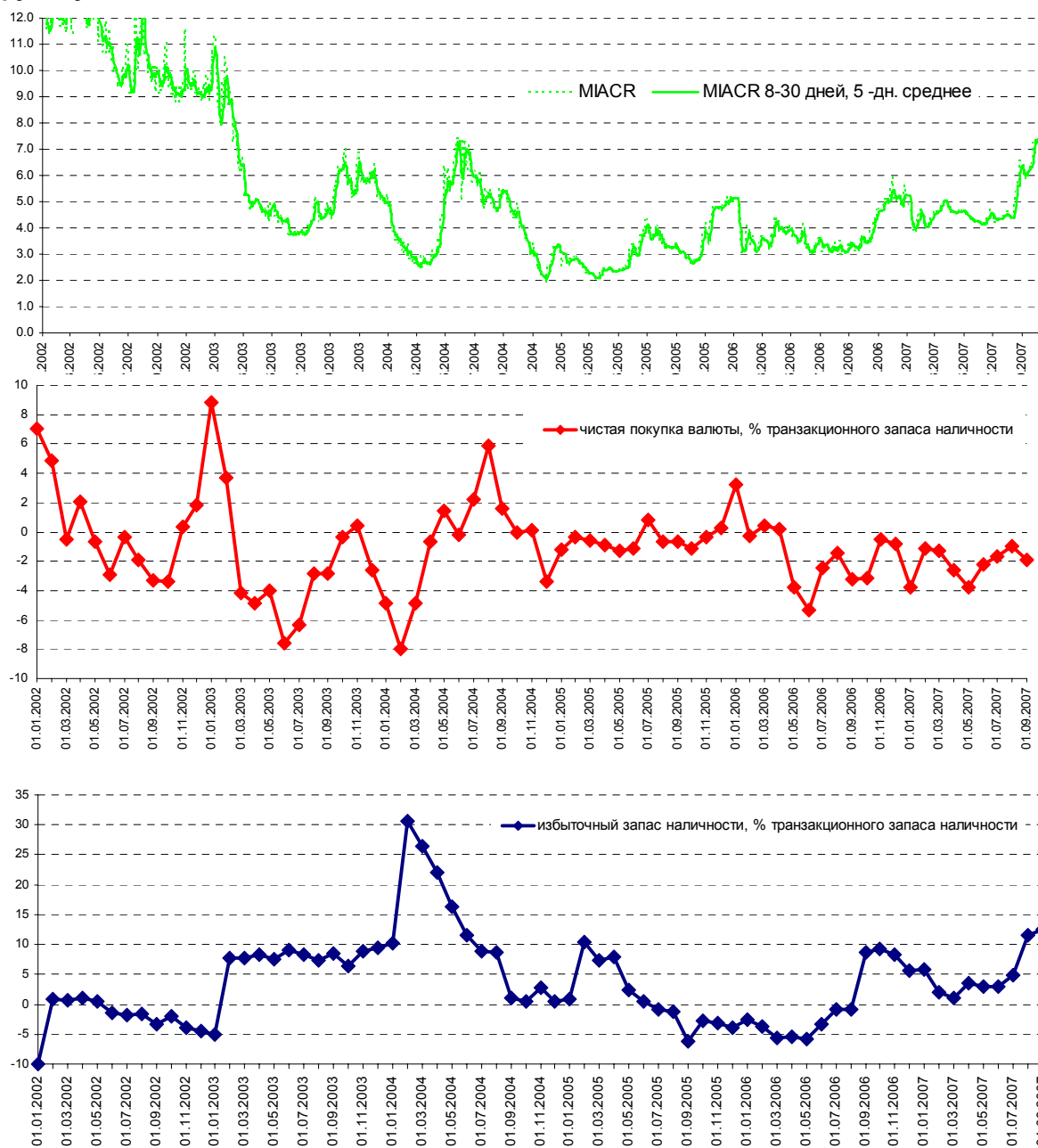
Сейчас же, в связи с продолжительным периодом укрепления рубля, стереотип поведения частных лиц изменился. Начиная с 2006 г. население постоянно было чистым продавцом валюты, а обострение ситуации в банковской системе лишь скорректировало объемы ее продаж. Соответственно, население все чаще использует в качестве «резервной» валюты наличный рубль, что частично объясняет усиление корреляции ставок MIACR с объемом избыточного запаса наличных денег у населения.

¹¹ Избыточный запас денег на руках населения определяется как разница между совокупными остатками наличности на руках и суммой (транзакционным спросом), необходимой для приобретения товаров, услуг, а также для осуществления обязательных платежей.



Отметим, что избыточное накопление наличности на руках у частных лиц наблюдалось и в конце 2006 г., но тогда некоторое увеличение запаса наличных средств на руках способствовало стерилизации избыточной ликвидности. Сегодня же, напротив, в условиях недостаточной ликвидности в банковской системе, подобное поведение населения лишь усугубляет ситуацию.

Рис. 2. Уровень ставок MIACR, чистая покупка валюты и объем избыточной наличности на руках у населения в 2002-2007 гг.



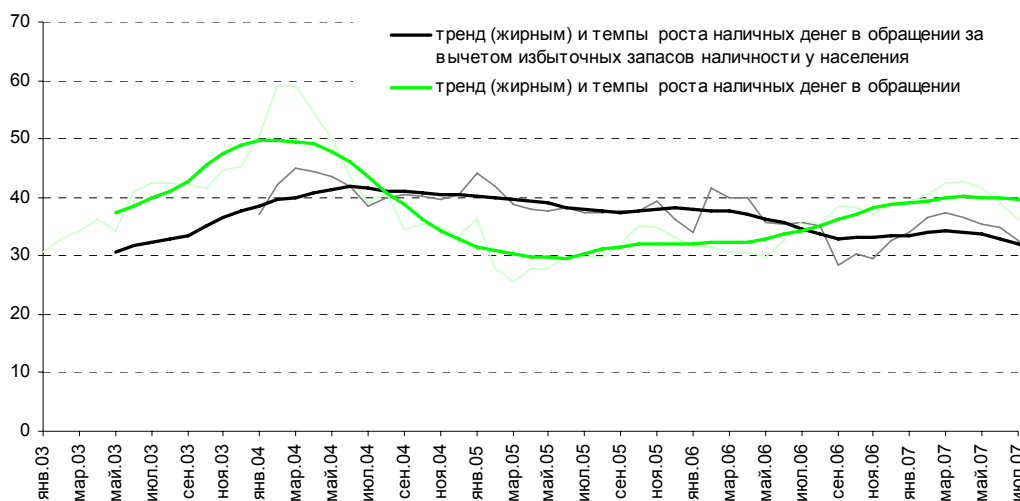
Источники: Росстат, Банк России. расчеты: Центра развития.

Накоплению избыточной наличности, на наш взгляд, способствуют: а) предвыборная ситуация и отсутствие определенности в экономической политике; б) постоянное обсуждение темы кризиса банковской системы. На текущий момент продолжающиеся оставаться высокими темпы роста депозитов



населения (40-45% - г/г) свидетельствуют о сохранении достаточно высокого доверия граждан к банковской системе. Кроме того, недавнее увеличение расходов бюджета на выплаты государственным служащим (особенно военным) и на повышение пенсий может подстегнуть рост избыточной ликвидности на руках, так как именно эти слои населения более склонны к созданию сбережений в наличной форме.

Рис. 3. Темпы прироста наличных денег и тренды (год к году, в %)



Источники: Росстат, Банк России. расчеты: Центра развития.

Таким образом, сложилась ситуация, когда темпы роста наличных денег в обращении, согласно балансу Банка России, повышаются увеличивающимися темпами, но реальный их запас в экономике (за исключением избыточной наличности на руках у населения) сокращается, что и создает угрозу недостатка ликвидности в экономике.

При инерционном сценарии развития объем избыточной наличности на руках у населения к концу 2007 г. может составить до 300 млрд. руб., или 18-20% транзакционного спроса, - это соответствует общему аккумулярованию наличных денег у населения в объеме 2,15–2,2 трлн. руб. В зависимости от того, как население распорядится избыточной наличностью, ситуация вокруг свободной банковской ликвидности в экономике может развиваться по-разному.

Во-первых, население может продолжить накапливать наличность «в подушках» или в банковских ячейках. С точки зрения объема ликвидности на рынке это эквивалентно дополнительной ее временной «стерилизации», что приведет к дальнейшему усугублению проблемы недостаточной ликвидности в банковской системе. Если в результате доверие к банкам снизится, население начнет предъявлять дополнительный спрос на наличность (сверх упомянутых 300 млрд. руб.). При этом если в 2004 г. население сразу же высвобождало ее, конвертируя в валюту, то сейчас оно будет придерживать ее в наличной форме, т.е. временно «стерилизовать».

Во-вторых, население может потратить избыточные деньги на потребление, особенно в связи с ожиданиями ускорения инфляции. В этом случае ситуация с ликвидностью улучшится, однако дополнительный спрос может спровоцировать еще большее ускорение роста цен по широкому спектру



потребительских товаров. В этом случае показатели инфляции за 2007 г. могут превысить 11% (на данный момент наша оценка годовой инфляции составляет 10,5-10,8%).

В-третьих, возможна трансформация избыточной наличности в увеличение депозитов. Данный путь развития является наиболее привлекательным для банковской системы, поскольку он прежде всего увеличит ее ресурсную базу; далее, повысит уровень ликвидности в банковской системе; наконец, не несет в себе инфляционной угрозы. Временное увеличение процентных ставок по депозитам населения, например на 1-1,5 п.п. (если оно действительно произойдет), может способствовать развитию в этом направлении. Кроме того, увеличение расходов бюджета на финансирование пенсий и заработных плат государственным и муниципальным служащим также может подстегнуть рост депозитов выше прогнозируемого уровня (1400-1450 млрд. руб. на конец 2007 г.).

Оценка масштабов дефицита ликвидности

В таблице представлен перспективный модифицированный баланс Банка России на конец 2007 г. для инерционного варианта развития. Необходимый (таргетируемый) объем денег в свободном обращении мы оценили, исходя из прогнозируемого объема рублевых депозитов и приравненных к ним банковских сбережений предприятий и населения. Требования к кредитным организациям являются сальдирующей строкой - следовательно, Банк России может нарастить требования к кредитным организациям за последний квартал года на 90 млрд. руб. Согласно нашим оценкам уровень кредитования банковской системы на 1 октября 2007 г., составил 70 млрд. руб. поэтому за весь 2007 г. прирост требований к кредитным организациям составит порядка 160 млрд. руб.

Прогноз баланса Банка России в 2007 г .

	2007 г.			2006 г.		
	За год	I-III кв.	IV кв.	За год	I-III кв.	IV кв.
Изменение ликвидности, млрд. руб.	1 357	465	892	1 208	572	637
Наличные деньги в обращении	1 148	408	740	867	370	497
в том числе:						
наличные в обращении	880	260	620	755	228	527
избыточные деньги у населения	268	148	120	112	142	-30
Корсчета	69	-62	131	130	-65	194
Депозиты ЦБР + ОБР	0	21	-21	152	222	-70
ФОР	140	98	42	60	44	15
Источники покрытия ликвидности						
Чистые иностранные активы	3 144	2 629	515	2 752	1 873	879
Депозиты в иностранной валюте	-20	-51	31	-15	-43	27
Чистые требования к государству без нефтяных фондов	-489	-781	292	-467	-653	186
Нефтяные фонды	-1 723	-1 259	-464	-1 104	-661	-443
Требования к различным нефинансовым организациям и населению	0	0	0	0	0	0
Требования к кредитным организациям	495	28	467	15	-12	27
Счета капитала и проч.	-50	-102	52	27	67	-40

Источники: Росстат, Банк России. расчеты: Центра развития.



По нашим расчетам, при умеренном накоплении населением избыточных рублевых средств (до 350 млрд. руб.) необходимое увеличение прямого кредитования банков составит в четвертом квартале 467 млрд. руб. С учетом лимита на рост требований к ним (90 млрд.) это равносильно дефициту предложения ликвидности в системе в размере 380 млрд. руб.

Снижение нормы обязательных отчислений до 3,0% (с 11 октября 2007 г. до 15 января 2008 г.) по рублевым депозитам высвободит порядка 70 млрд. руб. Кроме того, недавно утвержденное увеличение государственных расходов сократит объем депозитов Правительства на счетах Банка России, что высвободит дополнительные от 200-300 млрд. руб. для экономики.

Оставшийся дефицит ликвидности в размере 110 млрд. руб. может быть покрыт за счет аккумулированных ликвидных инструментов коммерческих банков на счетах ЦБР, а именно депозитов в Банке России и облигаций Банка России (ОБР), которые по состоянию на 25 октября составили в сумме почти 517,7 млрд. руб. Таким образом, мы считаем, что текущее состояние банковской системы делает гипотетический кризис ликвидности маловероятным, а напряженность на межбанковском рынке вряд ли будет существенно отличаться от сезонной.

Максим Петрович