

## Денежно-кредитная сфера и экономический кризис

**Михаил Ершов**

**доктор экон. наук, вице-президент РОСБАНКа**

Реформирование российской экономики привело к тому, что экономические рычаги, которые ранее играли вторичную или опосредованную роль, приобрели в ходе реформ качественно иной вес в экономических процессах, зачастую оказывая на них решающее воздействие.

Одним из таких рычагов стала денежно-кредитная сфера, влияние которой прослеживается практически во всех сферах экономики. Действительно, и на уровне академических дискуссий, и в высказываниях практиков мы давно уже слышим об отсутствии инвестиций, о недостаточности денег в экономике, о неплатежах, о нехватке средств у предприятий и т.п.

Еще до августа 1998 г. говорилось о низком запасе ликвидности финансового рынка, где основным источником притока ресурсов были средства иностранных участников и где любой сколько-нибудь значимый отток средств вовне тут же приводил к резкому падению котировок ценных бумаг. Указывалось и на невысокий уровень капитализации банковской системы (размер совокупного уставного капитала банковской системы даже до августовского кризиса составлял около 10 млрд долл., что было меньше величины капитала одного крупного американского или японского банка), и на связь между низким платежеспособным спросом, обусловленным денежными ограничениями, и экономическим спадом. Несмотря на то что речь идет о разных экономических секторах и кажущихся различными явлениях, по сути, мы имеем дело с одной группой проблем, уходящих корнями в денежно-кредитную сферу. И правильное использование ее механизмов может способствовать преодолению указанных трудностей.

Для того чтобы найти взвешенные решения, следует еще раз более внимательно посмотреть, каким образом сформировалась нынешняя ситуация в денежно-кредитной сфере.

### **ПРИЧИНЫ И СЛЕДСТВИЯ**

Либерализация цен привела к тому, что их рост значительно обогнал рост денежной массы. Это вызвало ее реальное сжатие:

- За период 1992-1997 гг. индекс потребительских цен и индекс-дефлятор ВВП возросли примерно в 2400-2500 раз.
- Агрегат денежной массы M2 увеличился за тот же период примерно в 280 раз.

В результате <реальная> денежная масса (т.е. с поправкой на рост соответствующих цен) сократилась более чем в 8 раз.

При этом не произошло адекватного увеличения скорости оборачиваемости денег, которая могла бы компенсировать сжатие. Более того, с учетом отмечавшихся частых задержек с переводом средств, с осуществлением платежей и т.д. скорость оборота для экономики в целом даже несколько замедлилась (при всей условности этого показателя в российских условиях в принципе, когда лишь около 20% экономики обеспечивалось <живыми деньгами>, а 80% операций осуществлялось без их участия).

Ситуация еще более усугубилась тем, что в результате политики приватизации на денежную массу, которая до этого традиционно обслуживала <текущие операции> (расчеты между предприятиями, операции на потребительском рынке и т.д.), стала ложиться дополнительная нагрузка по обслуживанию и обеспечению ликвидности принципиально нового сегмента рынка - акций, облигаций и т.д., ранее не являвшихся объектами сделок, а потому не обслуживавшихся денежной массой. Очевидно, что возникновение новых объектов купли-продажи, во-первых, привело к еще большей <нагрузке> на денежную массу и, во-вторых, обусловило недооценку и низкую ликвидность фондового рынка.

В результате <сжатия> денежная масса составляла в преддверии кризиса около 15% от ВВП при том, что в развитых странах эта величина колеблется в диапазоне 60-100% и даже в государствах с переходной экономикой составляет 25-30%.

Для реальной экономики проблема стала еще более острой, поскольку при нехватке денег они стали настолько дорогими (ставка денежного рынка иногда превышала 100%), что их окупаемость по такой цене можно было обеспечить только на краткосрочных операциях финансового рынка. Именно там сконцентрировалась большая часть финансовых ресурсов, оголив тем самым реальный сектор (к середине 1998 г. объем рынка ГКО составил свыше 300 млрд руб. при денежной массе M2 около 370 млрд руб. за тот же период). Кроме того, часть денег <утекла> на обслуживание теневого оборота.

Получившийся перекокс ускорил развитие двух встречных процессов: падения экономического роста, с одной стороны, и восполнения недостающей денежной массы различными суррогатами, с другой. Возникающие на местах средства расчетов (векселя и др.), а также неплатежи, которые, по сути, являются вынужденным коммерческим кредитом, выдаваемым со стороны продавца неплатежеспособному покупателю, а

фактически представляют собой стихийную эмиссию, минуя каналы Центробанка РФ, - все это значительно затрудняло для последнего проведение эффективной денежно-кредитной политики.

Отсутствие денег усилило и натурализацию обмена - бартерные операции<sup>1</sup>.

В условиях нехватки <живых> денег и невозможности получить их внутри страны регионы, предприятия и банки были вынуждены выходить на внешние рынки, где ресурсы были дешевле и вплоть до ухудшения положения на мировых финансовых рынках 1997-1998 гг. более доступны. Привлекаемые таким образом средства частично восполняли недостающую внутреннюю денежную массу в масштабах экономики в целом (при этом, однако, рос внешний долг на федеральном, региональном и корпоративном уровне).

Еще один элемент, который мог бы, по мнению многих, смягчить нехватку рублей, - использование валюты <на руках> (достигающей, по оценкам, 60 млрд долл.) не дал существенного эффекта. Как нам представляется, тут есть ряд причин:

- большая часть этой валюты используется как средство накопления и не поступает в деловой оборот;
- валюта, которая все-таки направляется на платежи, обслуживает, как правило, теневую экономику, не учитываемую официальной статистикой, и в официальном ВВП не происходит увеличения ресурсов;
- валюта поступает лишь на обслуживание некоторых операций официального ВВП, учитываемая стоимость которых занижена (недвижимость и т.д.).

Таким образом, увеличение денежной массы на сумму неучтенной валюты одновременно увеличивает и обслуживаемый ею ВВП с учетом добавления <теневого> части валового продукта, а также дооценки его официального компонента, что фактически говорит о сохранении разрыва М2 и ВВП даже с поправкой на дополнительную валютную часть денежной массы<sup>2</sup>.

Как нам представляется, сохранение указанных перекосов осложнит решение многих из перечисленных выше проблем.

В частности, может тормозиться развитие инвестиционного процесса. За последние годы привлекаемые с рынка ресурсы, как правило, были слишком короткими, чтобы направляться на долгосрочные инвестиционные цели: стоимость ресурсов не окупалась

---

<sup>1</sup> Довод о том, что предприятия добровольно отказываются от использования <живых> денег для минимизации расходов или налоговых платежей, представляется не совсем точным. Как показывает практика, использование бартера вынуждает оценивать товары по более высоким ценам, что увеличивает налогооблагаемую базу, приводит к недоимкам, равно как и применение бумаг для обслуживания оборота ведет к потерям и удорожанию денежных ресурсов для продавцов, которые в большинстве случаев предпочли бы <живые> деньги в качестве платежа за свои товары.

<sup>2</sup> Те же оговорки применимы в целом и к расчетам с использованием оффшорных схем.

рентабельностью проектов, а объемы средств, которые можно было получить на внутреннем рынке, были недостаточны для осуществления сколько-нибудь крупномасштабных инвестиций. В тех же случаях, когда предприятия получали инвестиционные кредиты, средства часто использовались ими не на цели инвестирования, а на пополнение оборотных средств.

По-прежнему останутся и проблемы неплатежей и низкой исполняемости доходной части бюджета, сбора налогов и т.д. Попытки решить проблему через ужесточение налоговой и платежной дисциплины по отношению к российским предприятиям не снимут вопроса для экономики в целом, поскольку текущая собираемость налогов и осуществление платежей в нынешних условиях возможны только при <монетизации неплатежей>, т.е. при реальном вытеснении неплатежей <живыми> деньгами, с которых будет возможно взимание налогов. То же самое можно сказать и о других сферах.

Все это говорит о том, что устранение причин, непосредственно породивших проблему, не даст желаемого результата. Указанные явления могут возникнуть вновь, поскольку являются следствием более глубоких процессов, без учета которых эффективность предлагаемых шагов будет невысокой. Одним из вопросов такого уровня является решение проблемы увеличения внутренней капитальной базы.

## **УВЕЛИЧЕНИЕ ВНУТРЕННЕЙ КАПИТАЛЬНОЙ БАЗЫ: ОСОБЕННОСТИ РЕШЕНИЯ**

Пополнение ликвидности должно сочетаться с нормализацией структуры денежной массы через постепенное вытеснение тех ее компонентов, которые стихийно возникли, минуя каналы Банка России, а потому в меньшей степени поддаются централизованному регулированию.

Обеспечение этого процесса при сохранении неинфляционного развития экономики требует формирования специальных механизмов.

Вслед за <августовским> кризисом со стороны ЦБ РФ был предпринят ряд шагов, которые хоть и носили <чрезвычайный> характер (что было вызвано остротой ситуации), тем не менее были направлены на пополнение ликвидности при одновременном контроле за инфляционными каналами: были проведены сессии расширок неплатежей, предоставлена возможность банкам использовать часть своих резервных отчислений, находящихся в ЦБ РФ. Для предотвращения возврата рублей на валютный рынок и его разбалансировки начали вводиться новые правила, регулирующие операции на валютной бирже; пересматриваться нормативы по валютной позиции; предпринимались попытки по

замещению <квазиденег> - начали, в частности, отработываться механизмы переучета векселей (правда, эта работа затем остановилась).

Понятно, что все это предполагает очень филигранную работу, требующую аккуратных, взвешенных подходов, чтобы не дестабилизировать положение на других сегментах рынка, не спровоцировать инфляцию. Очевидно, что в течение какого-то периода, пока экономика будет адаптироваться к работе в условиях вытеснения суррогатов и не будет в состоянии эффективно принимать поступающие ресурсы, придется использовать дополнительные рычаги, регулирующие движение финансовых потоков и предотвращающие разбалансировку других сегментов рынка (в том числе через использование налоговых и иных стимулов или ограничений).

Иностранное заимствование также выступало в предшествующие годы как источник пополнения внутренней капитальной базы (на величину привлекаемой валюты в экономику поступала дополнительная рублевая масса).

Однако в связи с проблематичностью их получения в нынешних условиях некоторые оценивают перспективы нормализации денежно-кредитной сферы и экономического положения в целом скептически, считая, что не удастся осуществлять расширение денежной базы через привлечение внешних ресурсов, что возникнут сложности и при осуществлении внутренних расходов, при финансировании дефицита и т.д. Очевидно, необходимо привлекать валюту для обслуживания уже имеющегося долга, для обеспечения стратегического импорта и т.п., а сбой в привлечении внешних ресурсов в данной связи были бы нежелательны для России.

## **УВЕЛИЧЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ: НОВЫЕ ПОДХОДЫ**

При решении проблемы увеличения ликвидности в экономике прежде всего, на наш взгляд, не следует переоценивать значение внешней сферы.

Центральные банки многих стран давно уже отошли от принципа, когда эмиссия осуществлялась под соответствующее золотое или золотовалютное обеспечение. Еще в 1971 г. они признали невозможность выполнения ранее взятых на себя обязательств по беспрепятственному обмену их денежных знаков на золото по заранее оговоренному курсу, поскольку величина денежной базы (представляющей основу денежной массы) в несколько раз превысила величину их золотых резервов, что свидетельствовало о несоблюдении указанного принципа (в результате был отменен золотодевизный стандарт)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Ершов М.В. Доллар и перспективы развития мировой валютной системы // МЭ и МО. 1999. № 4. С. 17-21.

С того времени ситуация, по сути, не изменилась, а центр тяжести при проведении денежно-кредитной политики и осуществлении пополнения дополнительных ресурсов переместился с объема имеющихся золотовалютных резервов на тот денежный спрос, который формируется реальными операциями в экономике и для осуществления которых требуются деньги.

Именно поэтому столь невелико обеспечение денежной базы золотовалютными резервами в ряде ведущих стран. В 1996 г. для США соотношение резервы/денежная база составило 35%. А если учесть государственный (внутренний) долг, который теоретически может быть превращен его держателями в деньги, то величина обеспечения такого расширенного долларowego навеса резервами становится еще меньшей - 4%. Впрочем, такого рода увязки носят, по сути, индикативный характер (так, у России, например, эти цифры составляют на начало 1999 г. соответственно 133 и 41%), и это лишний раз подчеркивает, что принципы и критерии пополнения ликвидности в развитых странах давно модифицировались и исходят из иных экономических ориентиров.

В данной связи те реальные операции, которые обслуживаются суррогатами или валютой в России, - это, по сути, неиспользованный потенциал для расширения капитальной базы и одна из форм опосредованного обеспечения национальной валюты (поэтому, допуская иностранную валюту во внутренний оборот, мы уменьшаем ту базу, на которую может опираться рубль, и переуступаем эти опосредованные активы в пользу поддержки денежных единиц других государств).

Если бы негативные экономические ожидания (вследствие не всегда оправданных шагов) не подрывали доверия к рублю, то предпосылки для его упрочения выглядели бы весьма реально. Тем более спорными представляются предложения привязать собственную денежно-кредитную политику к внешним ресурсам (в том числе через <валютное правление> - currency board). В этом случае Банк России потеряет автономию при проведении денежно-кредитной политики, которая будет зависеть от центрального банка страны-кредитора.

Не совсем корректно говорить и о том, что только через привлечение займов мы обеспечим безынфляционный рост ликвидности. Как показала практика предшествующих лет (в частности, 1996-1997 гг.), у российской экономики есть потенциал для безынфляционного принятия дополнительной ликвидности. Привлекаемая в те годы валюта редко использовалась для обратного оттягивания рублей из экономики, а экономика в то же время не демонстрировала роста цен, вызванного пополнением рублей (ситуация изменилась лишь под действием внешних кризисных событий второй половины 1997 г., но и тогда, и в последующем главным генератором инфляции стал валютный

курс)<sup>4</sup>. В этой связи заметим, что если отработать механизмы, не допускающие <шоковых> воздействий на цены через валютный курс, то в сочетании с некоторыми другими рычагами управления финансовыми потоками, о которых упоминалось выше, значительное усиление инфляции можно предотвратить.

\* \* \*

Таким образом, представляется, что и оживление экономической активности, и увеличение инвестиций, и нормализация положения в различных отраслях экономики могут иметь более системный, долгосрочный характер лишь при увеличении капитальной базы российской экономики. При этом не следует переоценивать роль внешнего сектора в урегулировании указанных проблем, поскольку специфика российской ситуации в настоящее время - низкий уровень монетизации экономики - представляет значительный потенциал для решения стоящих задач с опорой на собственные возможности (тем более что опора на доллар в нынешних условиях вообще выглядит весьма рискованной с учетом перспектив американской валюты на мировом валютном рынке).

Все это позволяет сделать вывод о том, что возможности нормализации экономического положения России выглядят достаточно реально, причем указанные подходы целесообразно осуществлять в увязке с более взвешенным применением тех механизмов, которые дадут возможность экономике эффективно функционировать в условиях нормальной обеспеченности финансовыми ресурсами.

© ЗАО "Группа РЦБ".

<http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=245>

---

<sup>4</sup> При этом выглядело парадоксальным, что валютный рынок, который по объему находящихся на нем ресурсов (с учетом всех валютных средств экономических субъектов) несопоставим с масштабами российской экономики в целом, и тот, еще более незначительный, объем средств, переливы которых <делали погоду> на этом рынке, приобрели столь гипертрофированную возможность влиять на внутриэкономическое положение.