

## Между инфляцией и ревальвацией

Евгений Ковалишин

Андрей Вавилов

23.06.2000, №110 (192)

[добавить отзыв](#)

[письмо в редакцию](#) [только текст](#)

Первые пять месяцев этого года стремительное увеличение Центральным банком РФ золотовалютных резервов сопровождалось относительно низкими темпами инфляции.

Однако в ближайшее время факторы, позволявшие избегать быстрого роста цен, могут утратить силу, и денежным властям России придется выбирать между инфляцией и ревальвацией рубля. Третий, наиболее выгодный способ стерилизация денежной массы — потребует от Минфина и ЦБ трудного компромисса.

Расширение денежного предложения, за счет которого ЦБР фактически финансирует прирост резервов, может уже в ближайшем будущем иметь серьезные инфляционные последствия. В такой ситуации монетарные власти развитых стран обычно предпринимают стерилизационное воздействие, в первую очередь за счет управления процентными ставками. Стерилизация может также проводиться посредством выпуска облигаций правительства или Центрального банка, а ликвидные финансовые рынки позволяют не только под минимальный процент абсорбировать новые долговые обязательства властей, но и оттянуть часть избыточной денежной массы в сектор корпоративных акций и облигаций.

По среднему курсу с начала года Банк России купил валюты уже на 211 млрд руб. Денежная база за этот период росла со средним темпом 4 — 5% в месяц. Однако официальная статистика не отмечает признаков резкого повышения цен. Темп месячной инфляции, измеренный по индексу потребительских цен, опустился с 2,33% в январе до 0,65% в марте. Затем эта тенденция изменилась: рост ИПЦ в апреле составил 0,89%, а в мае 1,8%, но, несмотря на рост индекса, повышение цен остается более чем умеренным. Понять причины такого положения вещей можно, если проанализировать источники рублевых средств, направляемых ЦБР на валютный рынок.

Рост денежного предложения стал основным, но не единственным источником рублевых ресурсов. За первые четыре месяца текущего года значительно сократился чистый кредит денежных властей федеральному правительству. Благодаря росту налоговых поступлений в федеральный бюджет Минфин смог погасить задолженность перед Банком России почти на 40 млрд руб. Кроме того, еще примерно на 15 млрд руб. увеличились остатки средств правительства РФ на счетах в ЦБР.

Избыток рублевых средств на межбанковском рынке позволил ЦБ выгодно занимать рубли у коммерческих банков, с одной стороны, снимая проблему избыточной ликвидности в банковской системе, а с другой — обеспечивая рост официальных резервов без чрезмерного эмиссионного финансирования. Причем по условиям большинства депозитных контрактов средства комбанков на время замораживались, и Банк России мог относительно свободно использовать их на валютном рынке.

Итак, на валютном рынке ЦБ использовал средства, полученные от роста депозитов правительства и комбанков, а также расширения денежной базы. Причем активизация реального сектора, до сих пор испытывающего недостаток монетизации экономики и использующего денежные суррогаты во взаиморасчетах, позволила абсорбировать значительную часть дополнительной рублевой ликвидности.

Однако незавершенность институциональных реформ делает нынешний рост слишком слабым, чтобы можно было рассчитывать на безынфляционное наращивание денежного предложения.

В этой связи одним из возможных выходов для ЦБ становится проведение ревальвации национальной валюты. Кстати говоря, на прошедшем 5 июня в Базеле заседании Банка международных расчетов глава ЦБ РФ Виктор Герашенко фактически озвучил этот тезис, заявив, что, “даже если курс рубля к доллару будет около 25, наш экспорт будет конкурентоспособен”.

Однако, даже помимо недостатков ревальвации (ухудшение положения экспортеров на внешнем рынке, рост

конкуренции со стороны иностранных производителей на внутреннем) серьезным возражением против такой политики является ее нестабильность: любое негативное изменение конъюнктуры на внешних рынках приведет к тому, что рубль вновь придется девальвировать.

Учитывая отрицательные последствия инфляции и ревальвации, использование традиционных рыночных механизмов стерилизации наиболее выгодно для российской экономики в сложившейся ситуации.

Имеющийся в России спектр механизмов стерилизации в краткосрочном периоде ограничивается выпуском долговых обязательств ЦБР или Минфина. В несколько меньших объемах стерилизацию можно провести через прямое погашение задолженности Минфина перед ЦБР за счет бюджетного профицита. Однако выпуск облигаций в условиях низколиквидного рынка предусматривает достаточно высокие процентные расходы — своего рода плату за стерилизацию. В случае погашения ранее взятых у Банка России кредитов за счет профицита Минфин платит потерей гибкости при выполнении бюджетных заданий. Если бы экономические власти уделяли больше внимания развитию финансовых рынков вчера, сегодня стоимость стерилизации была бы гораздо ниже. Но «бесплатных ланчей не бывает», и нынешние разногласия между Минфином и ЦБР фактически сводятся к спору о том, кто должен эту цену заплатить. Если в России действительно есть монетарная власть, в обязанности которой входит в том числе и стерилизация избыточной денежной массы, то проблема взаимодействия с фискальными властями должна быть решена, причем в кратчайшее время.

В противном случае не совсем понятно, чем эта самая монетарная власть в России занимается.

Решение сегодняшних проблем избыточной ликвидности требует существенных затрат, но для того, чтобы в долгосрочном аспекте стерилизация вновь не выходила в разряд первоочередных задач, а оставалась чисто технической функцией ЦБ, необходимо более активно развивать финансовые рынки, в том числе и рынок гособлигаций. В конечном счете проблема доверия к долговым обязательствам сводится к тому, на что расходуются привлеченные средства.

Если займы непрерывно направляются на латание бюджетных дыр, это вызывает справедливые опасения относительно способности заемщика погасить кредиты. Если же выпуск облигаций осуществляется в целях управления нормой процента в экономике или решения проблем стерилизации денежной массы, развитие такого рынка будет лишь во благо экономике, что отразится в снижении ставок и расширении числа кредиторов.

Андрей Вавилов — директор Института финансовых исследований; Евгений Ковалишин сотрудник ИФИ