

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ  
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

**НАУЧНЫЕ ТРУДЫ**

**№ 18Р**

**Финансовый кризис:  
причины и последствия**

*Сборник докладов*

**Москва, 2000**

**Институт экономики переходного периода**

**Основан в 1992 г.**

**Учредитель: Академия народного хозяйства при  
Правительстве РФ**

*Директор: Е.Т. Гайдар*

17-18 апреля 1999 года состоялась конференция «Финансовый кризис: причины и последствия». Конференция была организована Институтом экономики переходного периода, Фондом перспективных международных исследований, Social Market Foundation (Лондон) и The Royal Institute of International Affairs (Лондон). В работе конференции приняли участие известные зарубежные и российские ученые-экономисты. В сборнике представлены доклады, которые прозвучали на русском языке. Доклады зарубежных ученых опубликованы в научных трудах **Centre for Post-Collectivist Studies Paper No. 10 «FINANCIAL CRISES»**

**Редактор:** Н. Главацкая

**Компьютерный дизайн:** А. Астахов

*Настоящий сборник издан на средства гранта, предоставленного Институту экономики переходного периода Агентством международного развития США*

**ISBN 5-93255-017-1**

Лицензия на издательскую деятельность № ЛР 021018 от 09 ноября 1995 г.

103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229-6413, FAX (095) 203-8816

**E-MAIL** – root@iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

Институт экономики переходного периода

**© Институт экономики переходного периода, 2000.**

# **СОДЕРЖАНИЕ**

<b>Е. Гайдар</b> <i>(Институт экономики переходного периода)</i>	
Вступительное слово .....	5
<b>Р. Скидельски</b> <i>(The Social Market Foundation)</i>	
История финансового кризиса.....	7
<b>С. Синельников-Мурылев</b> <i>(Институт экономики переходного периода)</i>	
Факторы и этапы финансового кризиса в России.....	12
<b>А. Аганбегян</b> <i>(Академия народного хозяйства при Правительстве РФ)</i>	
О причинах финансового кризиса в России .....	24
<b>В. May</b> <i>(Рабочий центр экономических реформ при Правительстве РФ)</i>	
Политэкономия финансового кризиса в России .....	29
<b>Е. Ясин</b> <i>(Высшая школа экономики)</i>	
Внешние и внутренние факторы финансового кризиса.....	36
<b>Л. Григорьев</b> <i>(Фонд бюро экономического анализа)</i>	
Внешние и внутренние факторы финансового кризиса в России .....	42
<b>В. Фальцман</b> <i>(Российско-немецкая Высшая школа управления)</i>	

Переход к новой парадигме экономического роста как необходимое условие выхода из кризиса .....	48
А. Колесников <i>(Федеральная комиссия по ценным бумагам)</i>	
Проблемы кризиса на российском рынке ценных бумаг .....	53
А. Чернявский <i>(Институт проблем инвестирования)</i>	
Перспективы преодоления финансового и банковского кризиса в России .....	58
Р. Евстигнеев, <i>(Центр Института международных экономических и политических исследований)</i>	
Л. Евстигнеева <i>(МНИИПУ)</i>	
Нужно менять приоритеты либеральных реформ .....	63
Ю. Данилов <i>(Высшая школа экономики)</i>	
Государственный долг России: ошибки и меры по их предупреждению.....	66
А. Дворкович <i>(Экспертная экономическая группа Министерства финансов РФ)</i>	
Управление государственным долгом в условиях оттока капитала: возможности преодоления долгового кризиса .....	72

**Е. Гайдар**  
*(Институт экономики переходного периода)*  
**Вступительное слово**

1998 год радикально изменил экономическое лицо многих стран мира, в том числе и Россию, но, к сожалению, не всегда в лучшую сторону. Он еще долго будет оставаться предметом самых тщательных научных исследований, и я рад, что сегодня все, кто профессионально занимается исследованием финансового кризиса, получат возможность обменяться результатами своих разработок на его причину, итоги и последствия.

Безусловно, есть очевидные факты, связанные с кризисом, и вряд ли они заслуживают подробного обсуждения. Тот факт, что мягкая бюджетная политика в сочетании с жесткой денежной политикой раньше или позже приводит к тяжелому кризису и финансовой катастрофе давно известен в литературе и не нуждается в обсуждении собравшихся здесь квалифицированных людей.

Кроме таких тривиальных выводов мировой финансовый кризис 1997—1998 годов поставил целый ряд гораздо более сложных, гораздо менее исследованных вопросов. Первый из них — это проблема диагностики финансового кризиса. Проблема определения того набора параметров, которые позволяют прогнозировать серьезные финансовые проблемы. Так, в странах Юго-Восточной Азии прогнозировать кризис, тем более в такой жесткой форме было гораздо сложнее, чем в России, где этот набор параметров связан с бюджетным дефицитом.

В этой связи набор индикаторов, несвязанных непосредственно с проблемой государственных финансов и, вместе с тем, позволяющих определять те или другие черты проблемной экономики,

совершенно неизбежно должен быть предметом нашего самого пристального исследования.

Второе обстоятельство. Финансовый кризис 1997-1998 годов породил среди многих исследователей глубокое сомнение в жизнеспособности режимов фиксированного валютного курса в разных формах. Представление о том, что реальная альтернатива состоит в выборе между двумя возможностями: либо режим валютного управления, либо режим свободно плавающего курса — довольно распространенный вывод из уроков кризиса 1997-1998 годов.

Я надеюсь, что российская экономическая политика никогда не повторит ошибок, связанных с попыткой финансирования серьезного бюджетного дефицита за счет размещения рублево номинированных бумаг при управляемом валютном курсе. Поскольку экономика в этом случае становится крайне уязвимой к любым изменениям цен на основные экспортные товары.

Но, и сегодня, в условиях продолжающейся высокой инфляции, обдумывая проблему тактики и стратегии денежной политики в России, предельно важно понять меру свободы маневра в области валютной политики. Легко рассуждать о прелестях режима плавающего курса в условиях экономики с длинной историей денежной стабильности. Угроза обвала валютных рынков при режиме плавающего валютного курса (при всех его очевидных достоинствах с точки зрения долгосрочной перспективы), при сложившейся к настоящему времени в России денежной истории с предельно низким доверием к национальным деньгам, создает серьезные проблемы на начальных этапах стабилизации.

Выделю два очевидных вопроса, которые, по моему мнению, необходимо обсудить на конференции. Это, во-первых, вопросы, связанные с историей финансового кризиса, и, во-вторых, экономической ситуации в России в настоящее время.

Хочу надеяться, что наше сегодняшнее обсуждение будет вкладом как в теоретическое осмысление проблем развертывания финансовых кризисов, так и даст нам знания, которые помогут не повторять ошибок и позволят гарантировать, что следующий этап финансово-денежной стабилизации в России не окажется столь же

неустойчивым, как финансово-денежная стабилизация 1995-1998 годов.

**P. Скидельски**

(*The Social Market Foundation*)

## **История финансового кризиса**

Прежде всего, хочу напомнить Вам слова Кейнса, который писал, что международные инвестиции всегда должны пройти дефолт. Кроме того, в свое время он отмечал, что никакие инвестиции не могут быть столь глупыми, как те кредиты, которые Франция предоставила России в 1914 году, поскольку они представили собой фактически сбережения Франции, и все они были потеряны. Хотя это был драматический эпизод, но в действительности он был одним из многих подобных случаев.

В период между семидесятыми годами XIX века и началом Первой Мировой войны, в период, когда собственно и начинались иностранные инвестиции, все они были потеряны. Так, государства Латинской Америки, южные штаты США, Китай, Турция, Греция, Балканы, Россия, Австрия, Венгрия, Испания, Португалия – все оказалась перед проблемой дефолта. Один из известных экономистов отмечал, что ни один кредит, который предоставлялся суверенной стране, не был выплачен в соответствии с первоначально поставленными условиями. Фактически приходилось прощать эти долги, а правительства-заемщики стояли перед серьезной проблемой реструктуризации и управления долгами.

Таким образом, мы видим, что всегда существовали кредитные риски. И сегодня мы опять видим такую же ситуацию. Сейчас, на пороге нового века, ситуация во многом напоминает ту, которая была в 1914 г. Второй раз в мировой истории мы

начали проводить гигантский эксперимент, создавая мировую экономику без мирового правительства. Мы опять фактически вверили свое будущее финансовым рынкам. Мы стоим перед эрой дефолта, кризиса и паники. Почему же мы так поступаем, что за мотив движет иностранными инвесторами?

Мы, экономисты, говорим об интегрированном рынке капитала, считаем, что это эффективные и глобальные рынки, что они распределяют капитал по всему миру наиболее оптимальным образом, с более низким процентом. Кажется, что все очень рационально, казалось бы нам нужно иметь именно такую систему. Но вспомним, что писал Кейнс. Мы проводим такие реформы, но у нас нет никаких правовых рычагов, чтобы управлять кризисом, и мы не знаем, что делать. Экономисты говорят, что процентные ставки — это определенная мера риска, что мы уже и видели в 1980 году. Совсем недавно инвесторы потеряли очень большие средства. Видимо, что-то неправильно в нашей теории. Мы видим, что инвестиционные рынки далеки от совершенства и, наверное, их архитектура должна быть пересмотрена для повышения надежности. Необходимо продумать как саму систему финансовой информации, так и рациональное ее поступление.

С другой стороны, у нас возникает проблема с регулированием финансовой системы. Эти два подхода не противоречат друг другу, но это все-таки философия инвестиций.

Что касается экономики в широком смысле, то можно сказать о двух других подходах. Во-первых — подход балансовый, то есть необходимость, как следует просчитать все возможные варианты. Во-вторых — проблема использования кредитов и оценка рисков при предоставлении кредитов.

Что касается правительства и доверия к нему, его платежеспособности, то речь должна идти о том, каким образом выплачиваются проценты по долгам. Кроме того, необходим анализ платежного баланса страны. Должна проводиться оценка надежности и устойчивости банковской системы и состояния промышленности. Чем более прозрачна информация, которая предоставляется инвесторам, тем больше вероятность достоверной оценки ситуации.

Таким образом, мы считаем, что все-таки риски можно просчитать и измерить. Если это будет сделано, то можно будет сопоставить процентные ставки с существующими инвестиционными рисками. Если же этого не произойдет, то всегда будут существовать определенные потери по инвестиционным проектам.

Однако здесь уместно вспомнить еще одно высказывание Кейнса о том, что абсолютная прозрачность практически нечто невыполнимое. Мы, в общем-то, не знаем в каких пределах могут варьировать все измеряемые величины, они не могут быть стабильными. Кейнс отмечал, что инвестиции не только рискованы, но вообще вызывают большую неуверенность. Нельзя просчитать будущие активы, и если мы пытаемся это делать — то это просто техника для самоуспокоения, своего рода отговорка. Он писал, что будущее фактически очень нестабильно и классическая экономическая теория, в общем-то, не определяет многих вещей.

Есть вещи просто неопределенные, вероятность наступления которых можно только предполагать. Даже прогнозы по поводу войны не могут быть твердыми. Фактически невозможно просчитать никакие варианты на будущее.

Итак, что же такое инвестиции? Какова их природа? Неужели они полностью зависят от нашей психологии, от нашего отношения, от доверия? Неужели неуверенность должна всегда присутствовать при принятии решений о инвестициях?

При такой точки зрения очень важно регулирование. Именно посредством регулирования можно сократить неуверенность.

Теперь позвольте мне перейти к обсуждению положительных и отрицательных сторон, которые связаны с двумя точками зрения на инвестиции.

Первая точка зрения при принятии решения об инвестициях связана с расчетами на основе балансов. Здесь, безусловно, очень много положительных моментов, поскольку скрупулезность и бережливость, как правило, учитываются в этой точке зрения. Вторая же теория, напротив, придерживается мнения, что нужно рисковать и не быть излишне осторожным.

Эти две теории связывают нас с двумя точками зрения на риски морального плана. Первая из них не игнорирует полностью моральную ответственность, но, тем не менее, приуменьшает ее роль. Согласно второй — риски морального плана могут быть приемлемыми, поскольку инвестиционная политика должна строиться на основе поощрения, а не ограничивать стимулы.

Говоря о французских инвестициях в России до 1914 года, я хотел бы рассказать о тех причинах и стимулах, которые двигали инвесторами. Почему же французские инвесторы вдруг решили инвестировать деньги в страну, о которой практически ничего не знали? Если мы ответим на этот вопрос, то, возможно, мы сможем найти решение проблемы принятия инвестиционных решений как в прошлом, так и в настоящее время.

В 1884 году во Франции был образован фонд, который регулировал деятельность инвесторов, аккумулировал экономическую информацию для держателей различных отечественных и иностранных облигаций. Этот фонд фактически занимался скринингом информации — какую информацию нужно было удерживать, а какую можно было открыто публиковать на рынке.

Процент государственного долга был ключевой информацией, по которой французский информационный фонд оценивал надежность финансовой системы той или другой страны.

Что касается российского бюджета, российского капитала, то и до революции в государственной собственности были очень крупные средства. На рынке создавалось впечатление, что постоянно растет стоимость государственных активов. Собранная фондом информация по кредитному состоянию, по кредитной истории государства показала, что Россия была наиболее платежеспособной и благонадежной в финансовом отношении страной во всем мире.

После заключения франко-российского договора, капиталовложения в Россию были связаны с политическими и патриотическими мотивами. На политическую нестабильность не обращали внимания. Хотя на самом деле об этом нужно было

помнить, потому что в Латинской Америке, например, была очень четкая связь между дефолтом, финансовым кризисом, политической нестабильностью и сменой правительства.

Вновь появившиеся рынки являются потрясающим объектом изучения, и обе точки зрения на инвестиции могут найти там свое обоснование. Например, Корея, Бразилия, Польша, Аргентина — все предложили очень хорошие условия для инвестиций, однако балансовый анализ не рекомендовал бы такого потока денежных средств в данные страны. Особенно это касается ситуации между 1993 и 1997 годами.

Таким образом, при принятии инвестиционных решений объективный фактор идет первым, затем действуют чисто романтические мотивы.

Что касается России, то большинство заемных средств она получила от официальных учреждений, например, МВФ. В основном, инвестор полагался на разные суверенные гарантии, предоставленные Правительством и МВФ.

В России существует намерение стабилизировать ситуацию. С другой стороны, существует и понимание, что половинчатые реформы не приведут к долгожданному результату. Тем не менее, оптимизм, безусловно, побеждает, и существуют реальные надежды, что Россия переживет этот кризис.

На самом деле никогда в посткоммунистической России не существовали надежные стимулы для иностранных инвестиций, и в этом есть, безусловно, и политические причины, и отсутствие гарантий, которые необходимо было бы предоставить частному сектору.

Инвесторы, вкладывая средства в Россию, забыли о том рациональном зерне, о котором нужно всегда помнить, и это привело к экономическому коллапсу. Кстати, в Азии большинство инвестиций идут в производственные средства, которые может быть не сразу, но, в конечном счете, окупятся.

Построение в России пирамиды ГКО и инвестирование в сферу продуктов потребления делает возврат инвестиций достаточно проблематичным.

Россия сейчас банкрот, и выплата ее задолженностей, безусловно, зависит от политических моментов. Я думаю, что вы

получаете проблемы морального риска. Поскольку правомерен вопрос: «Куда же идут деньги?». Деньги идут на поддержание политической системы, а не на укрепление веры инвесторов в то, что они получат доход от своих инвестиций. Это, безусловно, большая политическая проблема для всего международного и российского сообщества. Хочется спросить у России: «Вам нужны деньги?» Я прочитал в одной российской газете, что более 50% россиян считают, что было бы лучше, если бы от МВФ не было поступлений.

**С. Синельников-Мурылев**  
*(Институт экономики переходного периода)*  
**Факторы и этапы финансового кризиса в России**

В настоящем докладе я попытаюсь коротко обобщить результаты исследований, проведенных в нашем институте и посвященных исследованию финансового кризиса<sup>1</sup>.

Среди важнейших причин финансового кризиса выделяется две группы: фундаментальные факторы и внешние шоки, среди которых падение цен на нефть и отток краткосрочного капитала. Фундаментальные факторы, которые привели к возникновению риска финансового кризиса во многом связаны с экономической политикой стабилизации. Так, квазификсированный валютный курс привел к росту реального курса рубля, росту импорта, снижению эффективности экспорта и ухудше-

---

<sup>1</sup> В докладе использованы результаты, полученные Е.Гайдаром, Р.Энтовым, А.Радыгиным, Г.Трофимовым, С.Дробышевским, С. Архиповым, П. Кадочниковым, И. Труниным, Л. Ратновским и др.

нию платежного баланса. Усиление фискального кризиса произошло, в частности, за счет ликвидации сеньоража.

Слабая бюджетная политика выражалась, прежде всего, в высоком уровне бюджетного дефицита, который вызвал быстрые темпы наращивания государственного долга. Высокий бюджетный дефицит был обусловлен неспособностью собирать налоги: политический выбор между налоговой реформой и наращиванием долга был сделан в 1995 году в пользу последнего; нарастали процессы уклонения от налогов: росли недоимки. В результате сформировалась ненейтральная, несправедливая и неэффективная налоговая система, которая вызывает негативный отбор: ценовое равновесие в значительной степени формируется без учета налогов, происходит вытеснение добросовестных налогоплательщиков. Кроме отсутствие налоговой реформы недостаточными были и меры по реструктуризации бюджетных расходов и снижению уровня расходных обязательств государства. Это вызывало рост государственной задолженности, ежегодное невыполнение бюджетов.

Жесткая денежная политика при слабой бюджетной политике вызвала наращивание государственного долга при отсутствии целенаправленной политики управления им.

Высокая инфляция приводила к снижению реальной величины внутреннего долга с 21,7% ВВП на конец 1993 года до 11,4% ВВП на конец 1995 года. С 1995 года началось быстрое нарастание внутреннего государственного долга, в первую очередь, за счет заимствований на рынке ценных бумаг. К началу 1998 года внутренний долг увеличился до 19,4% ВВП. К середине 1998 года — до 25,6% ВВП (в годовом исчислении).

С 1995 года по 1996 год величина процентных расходов возросла с 2,6% ВВП до 4,8% ВВП, т.е. на 2,2% ВВП. В 1997 и первом полугодии 1998 года эти расходы хотя и несколько сократились, тем не менее, составляли 3,6% ВВП и 3,9% ВВП, соответственно.

Общий уровень долговой нагрузки на экономику страны равен 49,8% ВВП (на 1 января 1998 года).

Внутренний долг был представлен краткосрочными бумагами. Дюрация внутреннего долга РФ выросла за 1995 год с 60 до 90 дней, за 1996 г. – до 150 дней, в 1997 году – до 250 дней. В 1998 году данный показатель составил около 330 дней. В результате средства, необходимые ежемесячно только для погашения ранее выпущенных облигаций достигли в первой половине 1998 года 10% – 15% месячного ВВП.

Происходил быстрый рост внутреннего долга по отношению к банковским депозитам, продолжавшийся вплоть до осени 1997 года, причем весной 1996 года данное отношение пре-высило единицу. Ситуация, при которой государственные заимствования требовали значительно больше ресурсов, чем составляла величина внутренних ликвидных сбережений, предопределила решение о допуске нерезидентов на рынок внутреннего государственного долга.

Допуск нерезидентов на рынок внутреннего долга оказал негативное влияние на экономическую политику, усилив моральные риски выбора мягкой бюджетной политики. Кризиса внутреннего долга в 1996 г. удалось избежать во многом благодаря допуску нерезидентов, позволившему снизить стоимость его обслуживания и стабилизировать динамику ГКО-ОФЗ в обращении. Однако два года спустя короткие деньги нерезидентов в числе прочих факторов негативно отразились на возможности государства рефинансировать свои обязательства с помощью эмиссии новых выпусков ГКО. Отток горячих денег из России явился одним из основных причин девальвации рубля и дефолта ГКО. Согласно сложившемся представлениям, следствием либерализации внутреннего рынка является увеличение волатильности на рынке. Ослабление контроля за движением капитала лишает возможности защитить рынок от неблагоприятных притоков и оттоков денег из страны. Это до некоторой степени подтверждает и развитие ситуации на рынке ГКО-ОФЗ в 1996-1998 годах. В то же время, если речь идет о сверхкоротких колебаниях котировок, например, ежедневных или внутридневных, то эффект от либерализации капитального контроля может быть противоположным. В том случае, когда внутренний рынок недостаточно развит или от-

носительно мал, появление на нем крупных участников может привести к снижению колебаний, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Оба эти процесса проявились в России на протяжении 1996 – 1998 годов. С одной стороны, облегчение доступа иностранных инвесторов на рынок ГКО-ОФЗ в 1996 году способствовало снижению краткосрочных колебаний на рынок. С другой стороны, начало мирового финансового кризиса в конце октября 1997 года и полная либерализация участия иностранцев на рынке в этих условиях вызвали массированный отток капитала из России, сопровождавшийся ростом волатильности на рынке государственных ценных бумаг.

Эмпирическое исследование влияния контроля за капиталом, подтверждает гипотезу о том, что решения по либерализации российского рынка государственных ценных бумаг в 1996 – 1997 годах оказали наибольшее влияние на волатильность процента на рынке, но не на уровень доходности. Уровень доходности ГКО-ОФЗ определялся, главным образом, фундаментальными факторами. К их числу следует отнести уровень инфляции, дефицит федерального бюджета, эффекты ликвидности, политическую неопределенность и, особенно, в 1998 г. – премию за риск девальвации рубля и дефолта по государственным обязательствам. Приток (или отток) иностранного капитала на рынок российских государственных ценных бумаг вплоть до начала кризиса 1997 – 1998 годов, скорее, следовал за снижением (ростом) уровня доходности. В то же время, изменения режима доступа иностранных инвесторов приводили к снижению (росту) волатильности рынка. Для исследования волатильности доходности Г. Трофимов и С. Дробышевский использовали спецификацию модели, близкую к предложенной Эдвардсом для изучения влияния контроля за капиталом в Аргентине и Чили. Такая запись соответствует модели с обобщенной условной авторегрессионной дисперсией (GARCH).

Попытка увеличить объем внешних займов за счет размещения евробондов в это период проводилась, на наш взгляд, недостаточно последовательно. За 1997 — 1998 год величина размещения еврозаймов составила 14,9 млрд. долларов США.

Если бы консолидация — замена краткосрочного долга на долгосрочный путем изменения соотношений внутренних и внешних заимствований, осуществлялась более интенсивно, то угрозу финансового кризиса по видимому можно было несколько снизить.

В конце октября обострение мирового финансового кризиса вызвало отток капиталов с российских финансовых рынков. В сложившейся ситуации Центральному банку пришлось выбирать между плохими и очень плохими решениями. Первый вариант сводился к защите от атак на рубль и, соответственно, от потерь международных резервов и возможной резкой девальвации рубля путем увеличения процентных ставок на рынке государственных обязательств. Второй вариант заключался в удержании процентных ставок на относительно низком уровне путем проведения операций на открытом рынке.

При своевременном существенном увеличении ставки рефинансирования и соответствующем росте процентных ставок по государственным ценным бумагам атака на российский рубль могла бы быть гораздо менее интенсивной, в результате отношение краткосрочного долга к внешним резервам не достигло бы опасного, с точки зрения иностранных инвесторов, значения. Политика повышения процентных ставок могла бы быть дополнена обеспечением более высоких темпов обесценения курса рубля. Это хотя и послужило бы для инвесторов сигналом увеличения риска девальвации, но при достаточном уровне внешних резервов и прогнозируемом поведении обменного курса могло бы способствовать стабилизации валютного рынка. Такая политика могла быть реализована путем сужения валютного коридора с увеличением угла его наклона.

Центробанк РФ, объявив целевые ориентиры курсовой политики на 1998 – 2000 годы, на практике не воспользовался предоставленными этими ориентирами возможностями ускорения темпа обесценения рубля. В 1998 году предполагалось расширение валютного коридора. Таким образом, на практике Центральный банк РФ, подав рынкам негативный сигнал об увеличении курсового риска, продолжал поддерживать валютными интервенциями низкие темпы снижения курса рубля.

При обсуждении проблем государственного долга представляет интерес вопрос о возможности стабилизации государственного долга путем ужесточения бюджетной политики. Могла ли российская администрация в какой-нибудь момент времени предпринять налогово-бюджетные меры, позволяющие прекратить нарастание задолженности в долях ВВП и тем самым стабилизировать финансовые рынки. Простые расчеты, выполненные Г. Трофимовым и Л. Ратновским, показывают, что необходимая величина первичного профицита, необходимая для стабилизации госдолга в процентах ВВП, колеблется от 3% до 10% ВВП, т.е. вряд ли это могло быть осуществлено на практике.

Общее между финансовыми пирамидами и выпуском государством краткосрочных долговых инструментов состоит в том, что погашение предыдущих выпусков происходило за счет новой эмиссии и расширения круга держателей бумаг. Осуществимо ли на длительном временном интервале дефицитное финансирование бюджета в условиях неинфляционной политики государства? Например, система государственных финансов в замкнутой экономике вполне может быть жизнеспособной при сохраняющемся первичном дефиците, если темп прироста ВВП устойчиво превышает величину реального процента. Если долг растет медленнее доходов населения, то всегда имеется источник для привлечения новых займов. В противном случае неизбежно возникает ситуация, когда финансовые ресурсы в экономике оказываются исчерпаны. Это верно и для открытой экономики, поскольку существует довольно тесная связь между размерами инвестиций и внутренних сбережений.

В переходных экономиках, особенно в условиях макроэкономической стабилизации ситуация прямо противоположная: реальный процент, как правило, существенно превышает темп роста ВВП. При этом унаследованный от социализма общественный сектор не только не способствует экономическому росту. Поэтому дефицитное финансирование бюджета в подобных условиях не может дать долговременного выигрыша. Поддержание такого режима без денежной эмиссии возможно

только благодаря привлечению внешних инвестиций в государственный сектор.

При схеме Понци, заемщик осуществляет рефинансирование расходов на погашение и обслуживание предыдущих кредитов исключительно за счет новых заимствований. Данная схема соответствует долгосрочной политике дефицитного финансирования бюджета с помощью эмиссии государственного долга. Если темп экономического роста ниже реального процента, то такая политика может дать только временный выигрыш за счет потерь населения в будущем. В конечном итоге неизбежно инфляционное обесценение долга, либо полный или частичный дефолт. При рациональных ожиданиях инвесторов данная возможность принимается во внимание с самого начала. Поэтому схема Понци либо вовсе не реализуется, либо прекращает существование через конечное число шагов, оставляя последних держателей в проигрыше.

Если речь идет о дефолте по краткосрочным обязательствам, то апостериори не всегда можно однозначно судить, была ли долговая экспансия схемой Понци или эмиссией, рассчитанной на погашение в рамках среднесрочного периода. В данном случае эмпирическим критерием может служить наличие или отсутствие признаков стабилизации реального долга к моменту дефолта. Это связано с тем, что снижение темпов накопления обязательств повышало вероятность их погашения в будущем за счет налоговых поступлений.

Развитие многих социальных и естественных процессов описывается логистической функцией времени. На начальных этапах развития она растет подобно положительной экспоненте, а в дальнейшем – как отрицательная экспонента, сходящаяся к некоторому предельному значению. Используя эту функцию, можно попытаться ответить на вопрос, происходила или нет стабилизация реального долга.

Г. Трофимов рассмотрел две альтернативные гипотезы относительно динамики государственного долга в рыночных инструментах:

*Гипотеза (а).* Долг рос по экспоненциальной кривой; *Гипотеза (б).* Долг рос по логистической кривой.

Первая гипотеза является достаточным условием предположения об эмиссии ГКО-ОФЗ по схеме Понци. Вторая гипотеза является достаточным условием того, что реальный долг не рос по такой схеме, и в пределе приближался к постоянному значению. Согласно второй гипотезе, складывавшаяся тенденция политики управления долгом должна была обеспечить стабилизацию реальной стоимости ГКО-ОФЗ.

Эконометрические оценки показывают, что нельзя говорить о том, что в 1993-1998 гг. российские фискальные власти сознательно раскручивали некий аналог игры Понци. Тем более, нельзя говорить о реализации финансовой пирамиды на макро-уровне. Скорее всего, речь должна идти о неудачной попытке элиминировать разрыв между оздоровительными мерами в денежно-кредитной сфере и слабой налогово-бюджетной политикой. В случае устранения такого разрыва до начала мирового финансового кризиса наращивание госдолга должно было, по всей видимости, прекратиться.

Общая слабость банковской системы, вызванная протекционистским отношением государства к большинству крупных банков, некомпетентностью менеджеров – явилась серьезным фактором финансового кризиса.

Возникновение отрицательного сальдо платежного баланса по текущим операциям было вызвано падением цен на энергоснители и сырье на мировом рынке и ростом затрат на обслуживание долга Правительства и частных экономических агентов.

При падении цен на нефть у экономических агентов возникло ощущение переоцененности рубля, с точки зрения изменившихся условий торговли, и соответственно, появились ожидания девальвации. Эти ожидания усиливались в связи с необходимостью обслуживания и погашения внешнего долга.

Однако, если экономическая ситуация характеризуется наличием короткого внутреннего государственного долга и высокой долей нерезидентов на этом рынке, то любые попытки изменения курсовой политики (в частности, попытки ускорения постепенного обесценения рубля) вызывают массовый отток иностранных инвесторов с финансовых рынков, рост

процентных ставок, увеличение спроса на валюту, снижение валютных резервов, увеличение риска дефолта по государственным обязательствам и резкой девальвации. В результате, осуществление политики постепенного обесценения рубля в целях уравновешивания платежного баланса становится практически невозможным.

В январе 1998 года очередной виток мирового кризиса привел к усилению оттока портфельных инвестиций из России. Усилившееся давление на рубль вызвало в начале года быстрый темп роста официального обменного курса доллара США и привело к росту форвардных котировок. Попытки Центрального банка в январе ускорить темпы обесценения рубля, привели к резкому росту процентных ставок на рынке ГКО. Рынок экстраполировал повышение темпов роста курса и реагировал на это увеличением процентных ставок, компенсирующим снижение доходности, исчисленной в валюте. Такая реакция рынка подтверждает высказанное выше соображение о том, что проведение девальвации в условиях кризиса доверия при коротком государственном долге, высокой доли нерезидентов на этом рынке, низком уровне валютных резервов является крайне сложно реализуемом решением.

Анализ реконструированного платежного баланса России за 1997 год показал значительное снижение сальдо по счету портфельных инвестиций в IV квартале до 906 млн. долл. США (0,72% ВВП) и общего сальдо платежного баланса до – 9,9 млрд. долл. США (-7,9% ВВП). Таким образом, динамика портфельных иностранных инвестиций имела резкий перелом осенью 1997 года.

В конце 1997 — первой половине 1998 года катастрофически растет дефицит платежного баланса, финансируемый за счет снижения внешних резервов ЦБ РФ.

Весной и в начале лета 1998 года дефицит текущего платежного баланса финансировался за счет как привлечения портфельных инвестиций и кредитов МВФ, так и снижения золотовалютных резервов ЦБ. В августе 1998 года валютные резервы как источник финансирования дефицита были практически исчерпаны (за июль 1997 — август 1998 года золото-

валютные резервы ЦБ сократились на 12 млрд. долл.), дальнейшее привлечение портфельных инвестиций в связи с кризисом оказалось невозможным, а первый транш расширенного кредита МВФ был израсходован на поддержание курса рубля в рекордно короткие сроки. В этих условиях единственным способом уравновешивания платежного баланса являлась девальвация национальной валюты, решение о проведении которой было принято 17 августа.

Российский кризис имел много общего с ситуацией в странах Юго–Восточной Азии, характеризовавшихся, несмотря на бурный экономический рост, слабой финансовой системой, неудовлетворительным состоянием внешнего долга, избыточным притоком горячих денег, породивших финансовый бум при ухудшившемся качестве обязательств, а также коррумпированностью экономической и политической элиты. Исходя из этой общности С. Архипов и С. Дробышевский проанализировали возможность применения для России методологии опережающих индикаторов начала кризиса, включающих как nominalные так и реальные экономические переменные. Как показано, далеко не все из них могли сигнализировать об угрозе российского кризиса до октября 1997 г и даже до мая 1998 г. Таким образом, несмотря на действие фундаментальных факторов, российский кризис носил ярко выраженные черты самоисполняющегося события, присущие всем без исключения финансовым кризисам 90-х годов.

Авторы воспользовались расчетом индекса «давления на валютный рынок», предложенного Айхенгрином, Роузом и Виплошом (Eichengreen, Rose, Wyplosz, 1995).

Такой индекс представляет собой средне взвешенное от трех показателей:

- 1) темп прироста курса национальной валюты за месяц;
- 2) темп прироста золотовалютных резервов (с обратным знаком);

3) уровня процентной ставки (для России – доходности на рынке ГКО-ОФЗ).

Был проанализирован набор макроэкономических и финансовых показателей, индикаторов-предвестников кризиса, отобранных в исследовании экспертов Международного валютного фонда Камински, Лизондо и Райнхарта (Kaminsky, Lizondo, Reinhart, 1998) на основе изучения ими 28 эмпирических работ по валютным кризисам.

Работающий индикатор	Неоднозначный индикатор	Неработающий индикатор
1) Золотовалютные резервы 2) Экспорт 3) Индекс цен на нефть 4) Спред между внутренней и внешней ставкой процента 5) Реальная ставка внутреннего процента 6) Индекс промышленного производства	1) Реальный курс рубля 2) Отношение ставок по кредитам к ставкам по депозитам 3) Индекс фондового рынка 4) Отношение широких денег к золотовалютным резервам	1) Импорт 2) Изменение банковских депозитов 3) «Избыточное» предложение реальных денег 4) Денежный мультипликатор 5) Отношение денежной массы к ВВП

Из приводимой таблицы видно, что лучше всего в России работали фундаментальные индикаторы, связанные с реальным сектором экономики, (включая внешнеэкономический сектор), платежным балансом, а также показатели финансовых рынков. В то же время наименее информативными оказались показатели денежно-кредитной политики, ситуации в банковской системе и импорта. Это объясняется тем, что валютный кризис в августе 1998 года имел в основании глубокие фундаментальные причины, связанные с ситуацией в реальном секторе экономики и узкой экспортной ориентацией производства и конечно бюджетный кризис, индикаторы которого не входят в число рассматриваемых показателей. В то же время проводимая Центральным банком РФ денежно-кредитная политика была направлена на противодействие развитию кризисных явлений.

В связи с этим представляет интерес апостериорная оценка вероятности возникновения спекулятивной атаки на рубль. Анализ проводился в рамках простейшей модели валютного кризиса первого поколения, связывающей начало атаки с исчер-

панием официальных валютных резервов, необходимых для поддержания фиксированного валютного курса или коридора. Однако сам по себе вероятностный подход к анализу механизма кризиса хорошо согласуется и с моделями второго поколения с множественными равновесиями и самоисполняющимися прогнозами.

Flood и Garber на модели небольшой страны, для которой выполнено условие паритета покупательной способности, специальным образом учили влияние случайных колебаний внутреннего кредита на вероятность коллапса режима фиксированного курса. Goldberg (1988, 1990) расширила эту модель на случай разделения торгуемых и неторгуемых товаров. Она сделала оценки вероятностей коллапса режима от шоков относительных цен, колебаний внешнего кредитования и непредвиденных расходов бюджета, для погашения которых необходимы срочные операции на открытом рынке на примере финансового кризиса в Мексике (1980-1985).

Для описания валютного кризиса в России в период с октября 1997 по август 1998 гг. П. Кадочников и С. Дробышевский использовали аналогичную вероятностную модель, с помощью которой был оценен равновесный (теневой) обменный курс, вероятность успеха атаки на национальную валюту, а также расчетный размер резервов, при котором равновесный по модели курс совпадал бы с фактическим, то есть обеспечивалось бы минимальное давление.

Полученные оценки демонстрируют высокую вероятность девальвации рубля во втором полугодии 1998 г. Данный вывод корреспондирует с анализом состояния платежного баланса, проведенным в контексте рассмотренных фундаментальных факторов кризиса. Вопрос о конкретном моменте спекулятивной атаки остается в данном случае открытым, однако, это не противоречит логике вероятностной модели, а также полученным на ее основе оценкам. Как показано, расчетная вероятность коллапса курсового режима резко увеличивалась именно в августе-сентябре 1998 г.

## **А. Аганбегян**

*(Академия народного хозяйства при Правительстве РФ)*

## **О причинах финансового кризиса в России**

Мне хотелось бы изложить свою точку зрения на причины рассматриваемого финансового кризиса.

Мне кажется, что события 17 августа в России по праву могут быть названы не простым финансовым кризисом, а финансовой катастрофой, поскольку финансовый кризис наложился на длительный и глубокий социально-экономический спад, который начался еще в 1990 г. в недрах плановой централизованной системы.

Нужно принять во внимание состояние экономики, на фоне которого возник финансовый кризис: объем промышленного производства упал более чем в два раза по сравнению с до кризисным 1989 г., ВВП сократилось на 40%, выпуск продукции сельского хозяйства составлял 60%, более чем в три раза сократились инвестиции, на треть упали реальные доходы, вырос внешний долг, финансовая система страны была чрезвычайно слабой и многие другие негативные факторы. Но все же главная причина экономической слабости заключалась в том, что Россия находилась в переходном периоде, когда сосуществовали еще не уничтоженные элементы старого и очень слабые ростки нарождающегося нового. Преобладал неэффективный собственник, у которого не было средств и возможности использовать принадлежащую ему собственность. Многие рыночные реформы еще даже не начинались – ни налоговая, ни социальные реформы. Вся социальная сфера фактически осталась советской. Состояние бюджета было ужасающим. Кроме того, в экономике господствовал бартер и массовые неплатежи.

Экономическое положение отягощал расклад политических сил: Государственная Дума оппозиционна президенту и исполнительной власти — каждое прохождение Закона проблематично.

Финансовый кризис можно рассматривать с разных позиций. Можно сказать, что его истоки в 1917 г. Можно полагать его началом 1991 г. и говорить, что это закономерное следствие вообще перехода к рынку. Точкой отсчета можно считать 1995-1997 гг., когда финансовая политика была недостаточно жесткой и не вполне последовательной, в противном случае кризис был бы, наверное, более мягким. Короче говоря, причины кризиса можно искать в различных событиях и датах российской истории. Я остановлюсь на непосредственных причинах именно этого, 1998 года, финансового кризиса.

Напомню, что при всем негативном состоянии российской экономики, 1997 г. был первым за последнее десятилетие годом, когда падение общественного производства прекратилось, когда общеэкономический кризис стал перерастать в стадию депрессии: вдвое сократилась инфляция, на 1,9% выросло промышленное производство, валовой внутренний продукт увеличился на 0,4%, добыча нефти — на 4 млн т, производство автомобилей — на 14%, производство удобрений — на 18%, физический объем розничного товарооборота — на 4%, реальные доходы выросли на 3,5%, не произошло сокращения сельскохозяйственного производства, приостановился спад инвестиций. Внешний долг в России впервые немного упал. Россия аккуратно выполняла свои обязательства по долгам, в связи с чем легко заимствовали деньги на мировом рынке под 9% годовых, распространили миллиардные облигации, а спрос на них был 4 млрд. руб.

Неплохие показатели экономического развития ожидались на 1998 год: инфляция немногим более пяти процентов, рост валового внутреннего продукта прогнозировался на уровне 2%, была набрана кое-какая инерция оживления, которое вполне можно было ожидать в 1998 г. И на этом в целом благоприятном фоне мы опять вдруг отброшены назад, причем отброшены достаточно сильно.

Что же произошло? Я хочу остановиться на двух главных причинах. Суть этих причин — ошибки в период октября 1997 – сентября 1998 гг. в экономической политике не только правительства, а всех органов власти, включая Центральный банк и ГосДуму. Неадекватная, неправильная реакция на финансовый кризис в Юго-Восточной Азии, волны которого докатились до России. Это, как мне кажется, непосредственная и главная причина разразившегося кризиса.

Хочу напомнить, что в ноябре 1997 г., после прихода в правительство команды «молодых реформаторов», ГосДумой торпедируются все предложения Правительства по бюджету, по Налоговому кодексу, поправки к социальным законам. Поскольку оппозиция в Думе чрезвычайно отрицательно относились к правительству «молодых реформаторов» то все их предложения были с негодованием отвергнуты. Ни одно мероприятие, внесенное Правительством, не было одобрено. К тому же именно в это время пошел вал компроматов на молодых реформаторов, повод для которого возможно они сами дали. Так или иначе, они были отстранены от реальной власти. А. Чубайс был лишен должности министра финансов, многие его единомышленники были удалены из правительства. Б. Немцов фактически был отстранен от руководства Министерством топлива и энергетики, его борьба с естественными монополиями была проиграна.

Финансовая ситуация стала ухудшаться на глазах. Из месяца в месяц росли долги пенсионерам, бюджетникам, резко возросло число забастовок. Увеличивалась сумма неплатежей, хуже стали собираться налоги. Все покатилось вниз.

Беда не приходит одна. Именно в это время на Россию накатываются волны финансового кризиса из Юго-Восточной Азии. На первую внутреннюю причину я бы отвел одну треть финансовой катастрофы. Если бы не было кризиса в Юго-Восточной Азии, то 1998 г., наверное, не был бы годом оживления, но он не был бы и годом скачка инфляции. Другие две трети финансовой катастрофы, мне кажется, связаны с неправильной реакцией правительства, Центрального банка на вол-

ны и последствия финансового кризиса в Юго–Восточной Азии.

Первая крупная волна этого финансового кризиса пришлась на конец октября — ноябрь 1997 года. Вы, наверное, помните, что фондовый рынок Юго–Восточной Азии под влиянием кризиса рухнул примерно на триллион долларов, если измерять в денежной массе. Индекс Доу–Джонса установил рекорд падения за все времена в пунктах (в процентах он больше всего упал в 1929 г.) — он упал на 554 пункта. Это был знак инвесторам изымать деньги с рисковых рынков, к которым относится и Россия.

С этого момента началось довольно массовое изъятие средств и с фондового рынка России, и с рынка ГКО. Фондовый рынок России составлял примерно 150 млрд. долларов, сумма ГКО и других государственных долговых бумаг была немного больше 40 млрд. долларов. В результате массового изъятия уже за несколько дней ноября 1997 г. наш фондовый рынок упал на 32%. 6 млрд. долларов из резервов Центрального банка были истрачены на поддержку курса рубля. Вторая волна финансового кризиса накатилась в январе 1998 г. и третья в мае–июне, конечно, были и промежуточные волны, но в эти периоды времени — наиболее крупные.

Принципиально для России в такой ситуации существовали две возможности удержания контроля. Первая из них — повышать ставку рефинансирования, увеличивать доходность ценных бумаг с целью предотвращения ухода инвесторов с рынка ГКО. Можно это было делать более или менее интенсивно, в большем или меньшем объеме использовать резервы банка. Здесь можно спорить. Банк и здесь действовал не лучшим образом, как было показано в докладе С. Синельникова.

Но была и другая возможность — девальвировать курс рубля. Мы избрали почти единодушно, при отдельных голосах против, курс повышения ставки рефинансирования и повышения доходности ГКО.

К чему это привело? К чему вообще приводит такая политика? Если повышается ставка рефинансирования ЦБ, то повышаются все ставки. Это означает, что промышленности не

выгодно брать кредиты, а значительная доля оборотных средств промышленности формируется за счет кредитов. По-степенно там начинают сокращаться оборотные средства и объем промышленного производства падает. Это неизбежно, что мы и наблюдали в 1996 г., когда после прекрасного 1995 г., резко были повышены доходность ГКО и ставка рефинансирования (для того чтобы собрать деньги в преддверии президентских выборов). Промышленность лишилась кредитов и сократилась на 6%. В конце 1997 г. и первой половине 1998 г. произошло то же самое. В силу инерции промышленность держалась до апреля, а с мая промышленное производство начало стремительно сокращаться: еще до 17 августа выпуск промышленной продукции упал на 10%.

Повышение доходности ГКО ведет к тяжелейшим проблемам бюджета, поскольку растет доля выплат на обслуживание внутреннего долга со всеми вытекающими от сюда последствиями. Более интенсивно растет задолженность пенсионерам, бюджетникам и т.д. Как следствие растут налоги, что опять таки оказывается на промышленности.

Повышение ставки рефинансирования и доходности ГКО может использоваться как временная мера, на несколько месяцев, чтобы отразить первый удар, и после этого величина ставки должна вернуться на прежней уровень. При серьезном кризисе в Юго-Восточной Азии, который не удалось достаточно быстро нивелировать, подобный курс безнадежен. Он мог привести только к катастрофе, что в конце концов и произошло.

В ноябре 1997 года это было не вполне ясно. Была иллюзия, что можно малой кровью отбить атаку, и не нужно менять курс. Но уже в январе, когда пришлось ставку рефинансирования повышать почти до 60%, стало очевидно, что этот путь безнадежен. В мае, когда ставка рефинансирования и доходность ГКО моментами были выше 100%, только ленивый не говорил, что нам необходимо менять курс. И только правительство и ЦБ демонстрировали оптимизм.

Моя точка зрения заключается в следующем. Курс рубля и в ноябре 1997 г. был явно завышен. К этому моменту уже Тайвань, Сингапур и Южная Корея девальвировали национальную

валюту, только мы и Бразилия как утесы стояли, хвастаясь, что наша валюта самая сильная в мире, что совершенно не соответствовало действительности.

Мне кажется, что необходимо было идти на девальвацию рубля, но девальвацию не стихийную, которая произошла 17 августа, а плановую, как сделал Тайвань, т.е. на определенный процент, скажем, на 30-40%. Это бы имело плохие последствия для банков, для инвестиций, но это бы предотвратило катастрофу. Катастрофа усугубилась из-за правительственные кризисов и первого, и второго, и из-за политики, которая проводилась уже после 17 августа.

## **B. May**

*(Рабочий центр экономических реформ при  
Правительстве РФ)*

## **Политэкономия финансового кризиса в России**

Профессор Скидельски приводил примеры из XIX века, показывающие, с его точки зрения, что дефолт — это скорее правило, чем исключение и никто не заимствует деньги для того, чтобы их отдавать. Продолжая историческую линию, начатую лордом Скидельски, я хотел бы провести некоторые параллели между нынешним экономическим положением в России и ситуацией конца XVIII века во Франции. Конкретней, я имею в виду период между 1795 и 1798 годами, то есть время перехода от Директории к Консулату. Подобное сопоставление, полагаю, вполне уместно, поскольку в обоих случаях мы говорим о финансовом кризисе не только при определенном наборе фи-

нансовых и макроэкономических характеристик, но — очень важный политический момент! — общим для одного и другого случая является также такой признак, как слабость государства.

Перечислю некоторые черты тогдашней французской экономики и экономической политики, которые говорят сами за себя. Итак, только что произошла революция и сменился политический режим. Активно прошел и почти завершился процесс фундаментального перераспределения собственности. В стране, начиная примерно с 1789 года, не собираются налоги — я бы сказал, принципиально не собираются. Иногда в оправдание этого факта ссылаются на теорию физиократов, которые утверждали, что никакого иного налога, кроме земельного, быть не должно, вместе с тем все понимают, что собирать налоги правительство просто не способно. Каждые полгода предлагаются новые налоги, поскольку предыдущие не собираются, но и эти новые не собираются тоже. Огромные неплатежи в бюджетной сфере. Если полистать французские газеты того времени, почти в каждом номере встречаешь сообщения, что провинциальные учителя месяцами не получают зарплату, что в больницах нет лекарств... Наконец, огромный внутренний долг, который не удалось обесценить инфляционным методом, через махинацию с ассигнатами, поскольку долг этот относился к периоду более раннему и был номинирован в золоте.

Что делает правительство, которое немного укрепилось после ухода с политической сцены якобинцев и после парижского голода — голод, заметим, тоже подорвал возможность народа к сопротивлению, поскольку народ начал уставать? Так что же делает правительство? Оно объявляет дефолт двух третьей внутреннего долга, так называемое банкротство двух третьей, определяя, кому оно не намерено платить по счетам. Это типичная логика развития событий в стране, где правительство слабое, правительство, которое осуществило массированные манипуляции с собственностью и ресурсов собственности для того, чтобы обеспечить себе поддержку, оно больше не имеет, а финансировать себя каким-то образом должно.

Что касается развития ситуации в нынешней России, крайне важно, на мой взгляд, за обсуждением вопросов о роли бюджетного кризиса, о роли валютного кризиса увидеть фундаментальную проблему связи происходящего с социально-политическими процессами. Особое внимание я обратил бы на два аспекта. Это баланс различных групп интересов и возможности данных групп непосредственно влиять на принятие решений в условиях слабого государства. И это особенности конституционной системы, которая, как выясняется, играет в развитии кризиса весьма существенную роль.

Среди социальных факторов, как об этом не раз говорили, самый главный — неспособность власти собирать налоги. Это фактор, повторю, не столько технический, сколько политический. Посмотрите динамику прироста налоговых недоимок за последние шесть-семь лет и увидите, что наиболее резкие скачки происходили в условиях максимального ослабления федеральной власти: в августе 1993 года и на рубеже 1995-1996 годов.

Между этими периодами величина недоимок колебалась — были ее снижения, был рост, но вот фундаментальные изменения, то есть когда после скачка ситуация к прежней отметке больше не возвращается — таких фундаментальных изменений было два, и происходили они в моменты, когда конфликты ветвей власти достигали своего апогея и всем экономическим агентам становилось понятно, что требовать в данный момент налогов ни одна из ветвей федеральной власти не сможет, не захочет и не будет.

И еще об одном существенном моменте, который много объясняет в нашей истории: в 1997-98 годах обнажился конфликт между сторонниками и противниками твердого валютного курса. Если скажем, применительно к 1994-95 годам основной конфликт можно характеризовать как классический латиноамериканский — между импортозамещающими и экспортоориентированными отраслями, или, в условиях нашей тогдашней действительности, между неэффективными «патриотами» и эффективными «компрадорами», то к 1997-1998 году ситуация существенно изменилась: экономические

показатели 1997 года свидетельствовали, что даже в условиях завышенного, нестабильного валютного курса возможен рост и возможно импортозамещение на рынке.

Конфликт возник между сторонниками и противниками девальвации. Рациональным шагом была бы в то время мягкая, поэтапная девальвация. Однако этот идеальный вариант понятен сейчас, задним числом. В ту же пору проблема заключалась в том, что существовавший баланс сил позволял что угодно, кроме плавных действий. Причем ситуация в социально-политическом плане еще более усложнялась, потому что экспортёры в значительной своей массе требовали не столько девальвации, сколько ослабления налогового бремени.

Посмотрим, например, какую занимали позицию нефтяники и газовики. Это сфера, где много получали, где были значительные инвестиции и значительный спрос на оборудование. Так вот, исходя из этого мы можем утверждать, что газовики и нефтяники — не просто экспортёры. Они импортеры капитала и в значительной своей части, пользуясь проблемами завышённости курса и мирового финансового кризиса, были куда больше заинтересованы в ослаблении фискального бремени, нежели в стандартном проведении мягкой девальвации.

Вместе с тем, возникли мощные факторы прямого противодействия девальвации, тем более девальвации мягкой. Я, в частности, хотел бы обратить внимание на то, что наличие жесткого валютного курса было на самом деле результатом бюджетного дефицита. То есть жесткий валютный курс и бюджетный дефицит — это не два параллельных фактора, которые проявляются независимо один от другого, и мы можем обсуждать, валютный у нас кризис или фискальный.

Действительно, одна из фундаментальных отличительных черт азиатского кризиса — это большой бюджетный долг правительства в условиях слабого государства. Правительство не способно быстро сбалансировать бюджет, не способно принять адекватные меры, которые, естественно, лишили бы его возможных источников финансирования бюджетного дефицита и одновременно не способно обнулить этот бюджетный дефицит.

Соответственно факторы сопротивления девальвации также уходили у нас в России в область социально-политическую. Хочу, в частности, напомнить, что категорически препятствовали девальвации те банки, политическая роль которых была особенно сильной и которые располагали мощными инструментами влияния на правительство, — эти банки были одним из очень важных элементов политической системы того времени.

Было понятно, что девальвация может обернуться, с учетом фактора устойчивости банков, размеров вкладов населения в банки, колоссальным проявлением политической нестабильности, — в то время говорили даже о возможности падения режима. Одним словом, существовал набор факторов, которые жестко препятствовали девальвации. Говорю это не в оправдание действий правительства. Оно допустило много ошибок, но это отдельная тема, и она не раз нами описывалась. Надо, однако, видеть реальные условия принятия политических решений — хотя бы с тем, чтобы со временем не допускать повторения пройденного.

Но и, конечно, довел опыт «черного вторника». С. Алексашенко написал, что любое желание Центробанка немного отпустить курс в плавание сопровождалось звонками как из зарубежных экономических и научных центров: «Что вы делаете?», так и из Совета Безопасности и ФСБ: «Не повторяете ли вы «черный вторник», не пора ли прокуратуре вмешаться и посмотреть, кто у вас выигрывает от нестабильности курса?». Понятно, что денежные власти не хотят объясняться с прокуратурой — во всяком случае, в краткосрочном плане.

Второй комплекс вопросов — это конституционно-политические. Обозначу коротко проблемы финансового кризиса под этим углом зрения. Самой фундаментальной из них представляется мне это конфликт между уровнем экономического развития, уровнем государственного вмешательства в экономику и демократической конституцией.

Многочисленные эмпирически полученные данные свидетельствуют о наличии более или менее понятной внутренней

корреляции между уровнем ВВП на душу населения и бюджетной нагрузкой ВВП. В условиях демократической конституции, как правило (из которого, впрочем, есть исключения) доля бюджета в ВВП обычно растет вместе с ростом доли ВВП на душу населения.

С этой точки зрения, демократическая конституция в России была очень плохо совместима с сохранением имевшейся бюджетной нагрузки. Сохранять в условиях длительной инфляции и при 3-4 тыс. долларов доли ВВП на душу населения, имея не только демократическое, но слабое государство, — сохранять при таких условиях бюджетные обязательства на уровне 40% ВВП — вещь практически нереальная. Отсюда ошибка большинства, упрекающая за то, что произошло у нас, МВФ. Хотя было совершенно ясно, что, строго говоря, возможность избежать бюджетного кризиса кроется не в доходной части, при всей ее важности, а, к сожалению, в расходной — с решением всех тех задач, которые связаны с реструктуризацией бюджетной сферы, и так далее и тому подобное.

Другой очень важный конституционный фактор обусловлен балансом властей, установленным российской Конституцией. Как известно, сдвиг в пользу исполнительной власти, обеспеченный Конституцией 1993 года, был задуман как противодействие популизму законодателей в условиях радикальной реформы — с понятными аргументами, что исполнительная власть обычно менее уязвима перед лицом популизма. Вместе с тем, развитие событий показало, что если эти проблемы не удается решить быстро, то дальше законодатели перестают быть заинтересованными в улучшении экономической ситуации. Причем безотносительно к тому, связаны ли они с правительством, формируют ли его или нет.

Это еще одна фундаментальная проблема, которую в течение ближайших лет предстоит решать в России, причем очень болезненно. Потому что, с одной стороны, политика должна быть ответственной, а, с другой, конституционные рамки делают ответственность правительства перед Думой практически невозможной. Возникает восхитительный парадокс: в Думе у нас имеется вечная оппозиция.

Да, каким бы ни было правительство, на кого оно бы ни опиралось, в Думе оппозиция всегда. Это действительно важная фундаментальная проблема, которую так просто не обойти. С этой точки зрения, если речь пойдет об изменении конституции, мне кажется, нам почти не обойтись без решения вопроса по эстонскому варианту о конституционном запрете бюджетного дефицита.

Завершая, скажу, что ситуация повторяется. Вот госпожа Матвиенко долго рассказывала на заседании правительства, какой мыслится новая социальная политика нынешнего Кабинета. Оказывается, новые подходы к социальной политике состоят в том, чтобы резко упорядочить социальные выплаты и платить только тем, кому это действительно нужно, резко сократить, а лучше отменить все социальные льготы, которые были даны за семь лет «антинародного режима». Одновременно предлагается отменить по возможности большинство советских льгот типа чернобыльских. Приводился пример: живущие в Чернобыльской зоне имеют право беспошлинно ввозить неограниченное число импортных автомобилей, и одна и та же старушка может жаловаться, что ей не платят чернобыльское пособие и одновременно просить разрешение на ввоз «линкольна». Пример достаточно типичный.

Но проблема-то не в этом. Проблема в том, что все эти процессы в социально-политическом плане продолжают воспроизводиться.

Позволю себе закончить цитатой из того времени, о котором нам напоминал уже профессор Скидельски, — из начала 20-х годов нашего века: «Главная ошибка всех нас до сих пор была в том, что мы рассчитывали на лучшее, и от этого впадали в бюрократические утопии. Реализовывалась из наших планов ничтожная доля. Над планами смеялась жизнь, смеялись все. Это надо в корне переделать и рассчитывать на худшее. Тотчас составить список лучших предприятий. Закрыть от половины до 4/5 теперешних. Все остальное закрыть, отдать в аренду или бросить до прочного улучшения». Таким был способ борьбы с бюджетным дефицитом в 1921 году.

**Е. Ясин**

*(Высшая школа экономики)*

## **Внешние и внутренние факторы финансового кризиса**

Финансовый кризис в России привел к серьезным последствиям в экономике и в политической сфере нашей страны. Что касается экономики, то последствия имеют разнонаправленный характер. Положительные заключаются в том, что кризис в России носил в значительной степени оздоровляющий характер, выявив слабости российской экономики уже не на словах, не просто в докладах аналитиков, которые предупреждали о реальности.

Но, с другой стороны, политические изменения привели к власти правительство Примакова, которое попыталось изменить политический курс. Пока делать выводы преждевременно, но то, что такая попытка имела место, несомненно.

Тема моего выступления — это причины и факторы, которые привели к кризису. Эти факторы делятся на внутренние и внешние, оценить их соотношение мне представляется особенно важным.

Я, как и многие аналитики, считаю, что решающими были внутренние факторы — в том смысле, что неизбежным делали кризис, по существу, они. Главный из этих факторов — государственный долг России, объем которого постоянно и быстро рос в результате несбалансированности бюджета в течение нескольких лет, сочетания жесткой денежной политики с мягкой бюджетной.

В конце 1994 года, когда у нас были введены законодательные нормы о запрещении финансирования Центральным Банком бюджетного дефицита, нужно было делать выводы и пересматривать денежную политику: сокращать расходы и увеличивать доходы, т.е. находить способы к тому, чтобы бюджетный дефицит был сведен до тех размеров, которые позволяли бы стране обслуживать долг в течение длительного периода.

Однако бюджетная политика заимствований была ориентирована исключительно на заботы текущего дня, перспектива совершенно не учитывалась. Это было поразительно. Я сам был членом правительства. Мне казалось, что есть какой-то секрет, который знает Министерство финансов. Я все время спрашивал: из чего вы будете отдавать долги? Но вопрос этот никого не интересовал. Думали улучшить сбор налогов. Но как можно увеличить сбор налогов в экономике, которая не обнаруживала никаких тенденций к тому, чтобы начать серьезный рост? Это было загадкой.

Я считаю, что именно в 1995 году была допущена принципиальная ошибка, когда мы не взяли твердую линию на ответственную бюджетную политику. Можно найти объяснения. Можно рассказать, как правительство и Центральный Банк маневрировали. Можно вспомнить о выборах, которые были в 1995 и затем в 1996 гг.

Но мы здесь обсуждаем экономические проблемы, кризис, и в этой связи я должен констатировать, что с экономической точки зрения политика была несостоятельной. Вместе с тем, справедливость требует отметить также, что сам долг — растущая задолженность — был следствием слабости политики правительства в части структурной перестройки экономики. Реальная ключевая проблема российской экономики состоит, с моей точки зрения, в том, что глубина диспропорций в производственной структуре относительно рыночного спроса в стране с переходной экономикой гораздо глубже, чем в других странах (не считая, разумеется, стран, которые образовались на территории бывшего Советского Союза). И эти структурные диспропорции порождают органические слабости, которые будут преследовать Россию в течение длительного промежутка времени.

Один знакомый предприниматель спросил у меня: «Вот вы 70 лет строили заводы не там и не для того, и что вы теперь будете с ними делать?» Действительно, на этих заводах работали люди и для них это источник существования. Источник надежды, даже, если заработную плату они своевременно не получают. Но люди приходят на работу. Завод платит за их квартиры, дети ходят в детский сад, который тоже содержится заводом. Это все очень существенные факторы, поэтому мы должны с ними считаться. Преодолеть диспропорции, сложившиеся с построенными «не там и не для того» заводами очень трудно.

Я думаю, сказать публично всю правду относительно того, с какими трудностями придется столкнуться при реструктуризации российской экономики, не сможет ни одно правительство: слишком необъятна проблема. Аналитики могут сказать всю правду, но правительство этого сделать не осмелится.

Другие существенные слабости, которые повлияли на события, — это, несомненно, проблема с защитой прав собственности. Мы связаны с перераспределением прав собственности, которое в России не завершено и препятствует появлению эффективного собственника и которое порождает утечку капитала.

Наконец, это социальные проблемы, о которых я говорил.

Но есть еще важный аспект. Есть желание поднять качество жизни выше того уровня, который может позволить себе экономика. Это наблюдалось в политике валютного курса, которая проводилась в России, начиная с 1995 года. Фиксация валютного курса — это номинальный якорь для ситуации, когда надо победить инфляцию. В России инфляция была побеждена в течение 1995-96 гг. А дальше, чтобы динамика курса отражала рыночные реалии и не порождала в будущем такого кризиса, с которым мы столкнулись, уже в 1997 году следовало возвращаться к плавающему курсу. Потому что если и после победы над инфляцией вы поддерживаете жестко регулируемый курс (в России было именно так, поскольку все время курс двигался ниже уровня инфляции и, стало быть, покупательная способность рубля по отношению к доллару все время повышалась), вы создаете рискованную ситуацию.

Говоря словами моего коллеги Леонида Григорьева, в эту ситуацию легко войти, но трудно выйти, потому что любой выход будет порождать кризис. Однако вопрос состоит вот в чем: если вы решитесь на кризис раньше, отрицательные последствия будут менее ощутимы. Либо вы позволите ему наступить сегодня, либо какое-то время подождете, проживете в мнимом благополучии, но затем кризис у вас все равно разразится, и будет он более сильным, и, соответственно, куда будут более серьезными окажутся последствия.

Точно такая ситуация наблюдалась в России. Минимальный срок, когда надо было переходить к плавающему курсу, — это 1 января 1998 года. То, что мы продолжали спасать курс вплоть до августа, — это была сознательная политика Центрального Банка. Осенью он заявил, что не будет поддерживать рынок ГКО, будет поддерживать только курс. И потратил на поддержание курса примерно 9 млрд. долларов из валютных резервов России. И, наконец, в августе взрыв произошел. Урок на будущее.

Но это урок и для всех граждан — в том смысле, что они должны давать своим управляющим, своему правительству большее право на рискованное решение. А не так, как у нас, когда стало известно, что решения были ошибочными и потому надо, дескать, возбуждать уголовные дела, искать виноватых, и т.д. и т.п.

С моей точки зрения, извлечь из случившегося такого рода уроки необходимо всем.

Вторая часть моего выступления посвящена внешним факторам. Внутренних, о которых я уже вел речь, вполне, повторю, достаточно, чтобы вызвать кризис. Но то обстоятельство, что произошел кризис именно в то время, когда он произошел, и что он имел такие масштабы и последствия, — это было определено внешними причинами. Роль внешних факторов в российском кризисе у нас в стране (я не могу говорить о зарубежных наблюдателях, мне, кажется, они более правильно оценивают обстоятельства) существенно недооценивается.

Мне кажется, что внешние факторы были крайне важными. Вот несколько оснований для того, чтобы прийти к такому за-

ключению. Во-первых, решающую роль сыграла дестабилизация финансовых рынков, начиная с Гонконга, других государств Юго-Восточной Азии и т.д. Для нас это означало следующее. В России до октября 1997 г. ставки ГКО снижались и достигли 18 процентов годовых. Как говорят, при таких процентах у нас была возможность существенно смягчить ситуацию, а если бы еще был осуществлен переход к жесткой бюджетной политике, то через три года мы, как и планировалось, начали бы сводить бюджет с первичным профицитом. Но как только ставки доходности по ценным российским бумагам стали повышаться, такая надежда исчезла. Это произошло в ноябре 1997 года. Если бы мы были более проницательными и не было бы у нас привычки рассчитывать на лучшее вместо того, чтобы рассчитывать на худшее, мы должны были бы сделать выводы и принимать соответствующие решения уже в то время. Но у нас были иллюзии и надежды на то, что можем справиться. Поток инвестиций в размере около 30 млрд. долларов в течение года хлынул в Россию, когда же в конце года появились признаки охлаждения, практически все эти деньги стали утекать. С помощью этих денег мы смогли искусственно сбить доходность по ГКО, но затем утекание этих денег привело к тому, что справиться с кризисом мы уже не смогли.

Анализ протекания кризисов в Юго-Восточной Азии, Бразилии показывает сходство процессов, которые происходят в национальных экономиках. Это приводит к мысли, что нужно вырабатывать новые правила регулирования потоков спекулятивного капитала.

Заканчивая свой доклад, я еще раз хочу вернуться к последствиям. Я думаю, что кризис был неминуем, т.е. он должен был произойти с вероятностью 90 процентов в течение ближайших двух-трех лет. Он произошел раньше. Самая главная опасность лежит не в экономической плоскости. В экономике я наблюдаю серьезные тенденции оздоровления, это никоим образом не является заслугой правительства, оно ничего для этого не делает, но это можно поставить в заслугу тем рыночным механизмам, которые были созданы ранее. Рынки начали работать, сказалась

девальвация рубля. Она привела к повышению конкурентоспособности российских товаров.

Хочется отметить заслуги Министерства финансов и Центрального Банка, которые смогли справиться с макроэкономической финансовой ситуацией и не допустили пока высокой инфляции.

Что же касается политической сферы, то, с моей точки зрения, либеральные реформы на достаточно продолжительный промежуток времени в России остановлены. Можно сказать, что первый период либеральных реформ в России закончился.

Высказываются и другие точки зрения. Они говорят, например, о том что и не было либеральных реформ в России. Например, выступление г-на Авена, г-на Илларионова с обвинениями в адрес нашего правительства, что мы мешали, проводили социалистическую политику, и т.д. и т.п. На мой взгляд, здесь проявляется некая аберрация со стороны либеральных экономистов. Она говорит о том, что мы с близкого расстояния недооцениваем те гигантские изменения, которые произошли реально в России, так же как и в других посткоммунистических странах.

Другое дело, достижения могли быть большими — это правильно. Но давайте попробуем «вписаться» в тот конкретный контекст, в те реалии российской экономики, в том числе гигантские диспропорции, в то, что на этих диспропорциях вырастают крупные политические силы, противодействующие движению вперед, — и станет, мне кажется, ясно, что эта остановка должна была произойти. Но сейчас для нашей страны важно, когда движение вперед возобновится снова. Ответить на этот вопрос я пока не могу.

**Л. Григорьев**  
*(Фонд бюро экономического анализа)*  
**Внешние и внутренние факторы  
финансового кризиса в России**

Я начну с того, с чего закончил предыдущий оратор. Действительно наблюдается какая-то новая мода: объявлять реформы никогда не существовавшими после первой половины 1992 года. Можно, конечно, и так отнести к российским реформам. На мой же взгляд, много интересного происходило за последние 5 лет. И я считаю, для того, чтобы спасти слово либерализм, отказываться от собственных успехов не нужно.

Давайте, прежде всего, решим, что мы обсуждаем. Мы обсуждаем величайшую финансовую катастрофу в этой стране за все времена, исключая времена войн, революций и гиперинфляций. Чистая финансовая катастрофа почти на ровном месте.

Второе. Пятый дефолт внутреннего долга за этот век. Все помнят про царские долги Франции, а внутренние долги в стране: внутренние долги бизнеса друг другу и сбережения населения во время НЭПа, крах Внешэкономбанка в 1991 году, где пропало 16 млрд.руб. сбережений старого номенклатурного среднего класса и последний в 1998 году. Естественно в этой стране трудно от населения ожидать доверия к финансовой системе, правительству и т.д.

Теперь очень коротко остановлюсь на дискуссии, которая идет на нашей конференции — что важнее внешние или внутренние факторы. Когда об этом говорят, то я вспоминаю дискуссии студенческих времен о рыночных рычагах в социали-

стической экономке. Если есть кризис такого масштаба, то он смог произойти только потому, что внутри экономики было достаточное количество пороха. Анализ, выполненный в Бюро экономического анализа, предупреждал об этом, и мы завалили правительство записками на эту тему зимой 1998 года.

Причем мы не могли писать прямо и открыто, мы то же люди богоизбранные. Но мы писали, что ситуация в России очень напоминает ситуацию в Таиланде, Малайзии и Индонезии, где внутренние политические кланы (скажем один кузен — министр или заместитель министра, другой кузен — в где-то в безопасности, третий — в Центральном Банке) первыми обрабатывают информацию и вывозят деньги из страны, а потом, увидев это, иностранные инвесторы срываются с мест. А ругают в основном иностранных инвесторов. Во всех кризисах, начиная с мексиканского, первыми бегут свои.

Первое письмо Е. Гавриленкова на имя Чубайса было от 11 ноября 1997 года, в нем говорилось, что необходимо переходить на плавающий курс. В нашей экономике совершенно ясно не сложилась структура частной собственности, поэтому не собираются налоги, поэтому существует бегство капитала. В этой экономике, где нормы сбережений населения в 1995 и 1997 годах составляли 5%, а в 1998 г. — 1,7%, в этой стране, где все блестяще переигрывают государство, потому что страна блестяще образована, люди все хорошо говорят по-английски, выучились как бороться с государством (а инстинкт борьбы с государством у нас был всегда). В такой экономике сделать небольшую финансовую спекулятивную надстройку — это приготовить бомбу и поставить ее на крышу при гнилом фундаменте. Поэтому взрыв снес все до основания.

Давайте посмотрим какой информацией располагали основные игроки в разные периоды времени и как они себя вели. Сократим число игроков до 5 человек — российские предприятия, российские банки, международные финансовые организации, российские регуляторы (Правительство) и инвесторы. Первый период — сентябрь, октябрь 1997 г. У регуляторов — эйфория. Международные финансовые организации счастливы

и выставляют пятерки российским регуляторам. Российские предприятия занимают, российские банки занимают в долларах, предоставляют в рублях. А 15 мальчиков, недавно обучившихся искусству спекуляции на компьютерах, играют в новую замечательную игру — форвардные контракты. 15 мальчиков, игравшие в форвардные контракты в российской банковской системе, положили ее под колеса истории. Все эти форвардные контракты были вне балансов. Они не были прозрачны даже для Центрального Банка, который все это время не знал сколько таких контрактов существует и ему об этом не говорили, чтобы он не нервничал.

Инвесторы в сентябре-октябре пересматривали свой взгляд на устройство мира. Я в это время был в Вашингтоне, в Гонконге, где шло обсуждение последствий кризиса в Юго-Восточной Азии. Чем был занят Вашингтон в сентябре-октябре 1997 г.?

Все обсуждали проблему изменения потоков капиталов в мире после кризиса, переоценку рисков инвесторами. Кто эти инвесторы еще надо выяснить.

В России мы имеем три слоя инвесторов. Где-то есть инвесторы, которые дают деньги инвестиционным банкам. Есть инвестиционные банки где-то в Лондоне или в Нью-Йорке, которые смотрят на макроэкономику и на графики и есть те вице-президенты по России, которые мотаются между Лондоном и Москвой, которые сделали личную карьеру на инвестициях в Россию и которых сейчас всех уволили и которые держались здесь до последнего. Спасибо им. Весь мир обсуждал изменения фундаментальных основ движения капитала в мире. Здесь ничего не происходило. Все были счастливы. Ноябрь-декабрь — первый этап финансового кризиса, когда он начал выходить наружу. Ничего не происходит. Регуляторы помучились и решили, что продолжают бизнес, т.е. в ноябре- в начале декабря практически было решено, что мы либерализуем рынок ГКО и расчет был на то, что в мире все успокоится. Поток капитала в Россию остановился уже в октябре. В ноябре ушли из России корейцы и бразильцы. С нового года стали уходить и другие. Уходили средние и мелкие инвесторы, которые много зарабо-

тали и не хотели этого отдавать. Крупные инвесторы оказались в состоянии переносить этот риск дольше. Банки делают форвардные контракты, предприятия занимают, население занимает. Все ведут себя так, как будто ничего не происходит. Регуляторы держат рубль и, видимо, ноябрь-декабрь (удар кризиса) был последним моментом, когда со страха можно было поменять курс.

Е. Ясин считает, что менять курс необходимо было с 1 января. Практически не ждали такой катастрофы и думали, что все обойдется — капиталы восстановятся, т.е. вопрос о тяжелом финансовом кризисе не рассматривался. Рассматривался вопрос — как удержать рынок ГКО в данный момент. После Нового года было уже поздно. В январе-марте решения были приняты, но их еще держали три месяца. В этот момент падение цен на нефть поменяло ситуацию — внутри страны появилась очень существенная группа в бизнесе, которой очень тяжело было жить с этим курсом рубля. Появилась достаточно сильная партия внутри страны, которая выступала за девальвацию. Это основное различие.

Но, кроме того, в этот период происходило повышение доходности по ГКО и инвесторы мучились. С одной стороны — все страшнее, с другой стороны — все доходнее. Держались крупные инвесторы (мелочь ушла). К лету в стране было 20 крупных инвесторов или 25. Если посмотреть по долям, то это было несколько банков, как промежуточных инвесторов, которые держали рынок ГКО.

В апреле-июне политически уже ничего нельзя было сделать. Было уже поздно. Была другая ситуация. Но политику менять было как бы невозможно.

Кроме того, ни одна страна (или правительство) не может провести резкое изменение в политике, которое привело бы к огромным финансовым потерям сразу двух основных доноров — иностранных инвесторов и банков, т.к. девальвация весной означала бы колоссальные потери для банков. Политически ясно, что правительство не может пойти против своего банковского сектора и к тому же практически нарушить условия для

доходности иностранных инвесторов. Дальше все пошло по наклонной плоскости.

Что происходило в мире в июле-августе. Мы выполнили детальную хронологию на июле-август, временами по часам. Становится понятным, что реально все участники этого процесса готовились вытаскивать свои деньги.

Значительная часть банков стала разгружаться в июне-июле сначала от ГКО, потом пыталась разгрузиться от кредитных линий. Было такое ощущение, что все знали, что вот-вот рухнет, но все думали, что это произойдет в сентябре и ушли в отпуск. Это единственная ошибка, которую совершили российские внутренние инвесторы за все эти годы, потому что были уверены, что рухнет в сентябре. Из всех участников названных 5-ти групп, самые информированные — это российские частные инвесторы.

Правильно вели себя банки и российские частные лица — они уносили ноги. Российские регуляторы стояли до конца, ограждая частных российских инвесторов, которые в это время тихо уносили ноги. А международные финансовые организации укрепляли позиции российских регуляторов против частных инвесторов.

В начале июля было совершенно ясно, что западные банки закроют кредитные линии по мере их истечения к осени. Со мнений не было. Следовательно вся ситуация с российской банковской системой полностью висела на курсе доллара. Было ясно, что такого обострения обслуживания долга экономика не выдержит. Это вопрос месяцев.

После дефолта внутреннего долга такой страны как наша естественно произошла фундаментальная переоценка рисков вложений в странах с переходной экономикой. И мы ударили по Бразилии и Латинской Америке. Будем надеяться, что они не утонут, но, правда, это не только из-за нас. Если бы ни внутренние слабости, Россия не дестабилизировала бы их. Но тем не менее этот фундаментальный пересмотр произошел и теперь у инвесторов в мире довольно небогатый выбор. С одной стороны у них принципы поведения заданы совершенно понятным образом. Люди, вышедшие из одних и тех же уни-

верситетов, на одних и тех же компьютерах, по одним и тем же формулам, рассчитывают риски в одних и тех же странах, в одни и те же инструменты. И у них получаются похожие результаты. Поэтому стадное поведение инвесторов понятно.

Теперь у них есть выбор — либо снизить требования по рискованности стран и инструментов, и снова начать вкладывать в мире, что в общем-то сомнительно. Я не думаю, что инвесторы пройдут на это.

Второй вариант — ждать года два пока риски вложений в развивающихся странах приобретут нормальный вид или, наконец, надежда на какие-то элементы новой финансовой архитектуры в мире, на что намекал Е. Ясин. Он говорил, что инвесторов надо как-то зарегулировать, чтобы они не бегали из страны в страну, перенося различные заразные финансовые болезни. Я слабо в это верю, т.к. интересы инвесторов и принципы действия международных финансовых организаций находятся в соответствии и поменять их одновременно и за короткий срок мало вероятно. Я не исключаю каких-то событий в этой области, но это потребует много времени.

Заканчивая, я хотел бы сказать, что важнее смотреть вперед. Урок этого финансового кризиса в России будет воспринят как учебный во всем мире, но не в России. У нас не будет в ближайшее время таких проблем, в решении которых мы могли бы использовать опыт этого кризиса. Мы проводим в России сейчас чисто академическое мероприятие. Нам нужно за ближайшие 2 года, несмотря на любое правительство, на любые выборы, решать фундаментальные проблемы в области собственности и создать условия, которые позволили бы нам через 2 года, когда начнется оживление в мире (может немного подрастут цены на товары нашего экспорта и постепенно будут решены проблемы с государственными и частными долгами), начать принимать разумные решения (никакого притока массового капитала в нашу страну не будет долго). Начать на мировом подъеме вместе со всем миром в 2001 году прием разумных порций прямого капитала — это примерно максимум того, на что мы можем рассчитывать.

**В. Фальцман**  
*(Российско-немецкая Высшая школа управления)*

**Переход к новой парадигме  
экономического роста как необходимое  
условие выхода из кризиса**

Вопросы, о которых я хотел бы поговорить, очень сложные, но тем не менее для разрешения российского кризиса в долгосрочной перспективе они очень важны. Мне кажется, мы можем прийти к выводу о том, что ключевыми проблемами, которые объясняют возникновение кризиса, являются проблемы структурные.

Я хочу сконцентрировать внимание на двух из них. Это прежде всего вопросы, связанные с бюджетом, ненадежная налоговая система, которая мешает надлежащему развитию частного сектора. И это отсутствие реструктуризации в реальном секторе экономики и низкая доля новых предприятий, которые оказываются более динамичными и могут обеспечить более быстрый рост после стабилизации. Эти две проблемы реального сектора взаимосвязаны, потому что поведение правительства в переходный период в целом направлено, к сожалению, против успехов в бизнесе, доходы не приветствуются, и потому замедляется экономическое развитие и средства в экономику не реинвестируются. Получение, точнее, недополучение средств за счет налогов лишь усиливает отчаяние правительства, которое должно делать необходимые сборы, чтобы залатать дыры в своем бюджете.

Итак, бюджетный кризис в России. Цифры ЕБРР предполагают, что совокупные доходы в 1998 г. составляют у прави-

тельства 21 процент ВВП. Это очень низкая цифра, потому что у большинства развитых, да и у освободившихся от директивной экономики недавно центрально-европейских стран уровень сбора налогов достигает 40 процентов от ВВП. В России же из-за неудовлетворительного сбора налогов правительство не в состоянии покрыть свои расходы; оно пытается сделать это, накапливая долги; далее по цепочке возникает проблема неплатежей и ухудшает экономическое развитие еще больше.

Я буду обсуждать следующие проблемы.

Первая. Это стремления избежать налогообложения, низкий уровень денежных потоков, чему способствует политика монополий — газовой и энергетической.

О попытках уйти от налогов в России сказано много. Но в таком же стремлении замечен частный сектор, собственно, во всех странах. Однако именно для России эта проблема оказывается особенно суворой.

В России частный сектор пытается сделать все, чтобы не раскрывать информацию налоговым органам, которые проявляли себя как коррумпированные и некомпетентные. Налоговая система очень сложная, противоречивая, противоречат друг другу многие регулятивные документы, налоговые правила и требования. И общая проблема заключается в том, что налоговые ставки являются также неправильными, потому что фактически наказываются те, кто платит, а не те, кто находит как законные, так и незаконные пути ухода от налогов.

МВФ изучал эту проблему в 1996 году, и тот обзор, который сделали его сотрудники, позволяет сделать вывод: цифра недособранных налогов фактически составляла сумму, равную бюджетному дефициту России.

Кроме того, существует проблема организованной преступности — различные криминальные группы России вынуждают частные фирмы не платить налоги государству, а расплачиваться именно с ними. Здесь речь идет о том, что правительство достаточно слабое и коррумпированное.

Что касается выполнения закона, области применения права, здесь проблема заключается также в том, что обычные люди просто не платят налоги, чтобы избежать различных про-

блем. В силу того, что правительство не в состоянии собрать достаточное количество налогов и, таким образом, покрыть доходную часть бюджета, значительный процент недобирается из монополий, таких, как газовая и энергетическая. Налоги поступают в виде векселей, а это могут быть и простой, и переводной векселя, а кроме того, налоги собираются и просто товарами и таким образом «разрешается» проблема налогов как на федеральном, так и на местном уровнях.

Существует очень простая причина объяснения этому. Здесь речь идет о проблеме неплатежей — когда нет возможности не платить, то фактически налоги выплачиваются товарами. Возникает несоответствие цен: товары проводятся по более высоким ценам, чем они стоят в действительности. Правительство в результате подобной схемы теряет многое: фактически нет возможности собирать налоги «живыми деньгами», а, скажем, для обслуживания внешнего долга физические товары и услуги не подходят, направить их на выполнение этой конкретной функции невозможно..

Еще проблема — не работает в достаточной мере российский бюджетный федерализм. Не существует прозрачной формулы, которой бы следовали при распределении дохода между федеральным и местным бюджетом. Проводились переговоры между правительством на местном уровне, с областным правительством и региональным, а также центральным правительством. Но никто никогда не знает, сколько будет получать конкретно такая-то область, какой у нее доход и какой налог она будет выплачивать федеральному правительству. Это классическая проблема. Для нее, для этой проблемы существует еще исторический прецедент. В Аргентине в 70-х годах было много непонимания между центральной властью и правительствами провинций, отсутствовали четкие взаимные договоренности, и в конце концов была нарушена фискально-бюджетная дисциплина. Сейчас я хочу сказать о втором элементе структурных проблем в российской экономике. Это, конечно, низкий уровень бизнеса, недостаточно быстрое проведение реформ в экономике и проблемы с приватизацией.

Например, Россия попыталаась провести ваучерную приватизацию так же, как Чехословакия, и такое стремление можно было понять, поскольку в то время существовали возможности движения в этом направлении. Целью этой программы было создание частного сектора, защита имущественных прав и, кроме того, создание рыночных инструментов и институциональной системы для того, чтобы развивать бизнес. Но фактически эта проблема не была решена так, как задумывалось и как планировалось.

Сейчас из опыта видно, что массовая приватизация и владение акциями со стороны инсайдеров, т.е. управляющих компаниями, фактически усугубили проблему корпоративного управления и сократили рабочий капитал. Так что мы видим, что институциональная основа очень слаба и, кроме того, принятием закона о банкротстве была предпринята попытка изменить ситуацию через посредство законодательной инициативы. Но проблема связана с тем, что нет свободного капитала, и банки не дают кредитов, пока не получат инструкций от правительства. И, таким образом, не защищены имущественные права граждан, да и целый ряд предприятий хотел бы получить субсидии, но не добился их. В результате пришлось сокращать кадры на предприятиях и принимать целый ряд других мер. Глубокой перестройки на предприятиях не произошло.

Еще один аспект важнейшей проблемы, которая связана с проблемой бюджетного федерализма, — это то, что существует разделение между денежным доходом у местного правительства и на федеральном уровне. Местные власти предпочитают собирать налоги натурой, поскольку не хотят делиться своими сборами с центральным правительством. Такая политика привела к тому, что при осуществлении сделок часто используются либо бартер, либо векселя.

Итак, какие же нужны бюджетные реформы и другие структурные изменения?

Правительство должно ввести очень строгие бюджетные ограничения и реформировать фискальную систему с тем, чтобы началась политика стабилизации: это очень важно, если

Россия решит в конце концов перейти к другой монетарной политике и отказаться от фиксированной ставки. Далее. Существовал закон, который заставлял предприятия отдавать часть своей выручки, а поскольку существует ряд крупных неплательщиков, то долги этих неплательщиков должны быть реструктурированы, и затем они будут постепенно выплачиваться. И, кроме того, эти предприятия должны пройти процесс приватизации. Если они фактически нежизнеспособны, то надо провести процедуру банкротства. Правительство не должно постоянно мириться с неплатежами.

Еще один важный аспект, который мог бы способствовать структурным изменениям. В виду я имею развитие частного сектора и реформирование налоговой системы. Здесь возникает ряд сложностей. Надо заменить налоговые ставки и, может быть, стоит пойти по пути Эстонии, которая значительно упрощает эти процессы. То, что сделали эстонцы, в значительной степени сократило коррупцию в их правительстве.

Наконец, еще один вопрос, который пока не рассматривался, — это введение системы социального обеспечения. Невозможно требовать от предприятий увольнения рабочих до тех пор, пока отсутствует система, которая гарантировала бы рабочим, что они умрут с голода. И должна быть развита более четкая система, которая бы была направлена на поддержку безработных и бедных слоев населения.

В заключение я бы хотел сказать, что в России достигнут, несмотря ни на что, значительный прогресс. После того, как распался Советский Союз, она построила институциональные рыночные учреждения, приступила к развитию рынка. Значительный прогресс виден и в налоговой политике, и в правовой системе — в плане защиты имущественных прав граждан. Правда, налицо проблема недоверия к финансовым учреждениям, и эта проблема существует с 1995 года. Помимо того, много внимания уделялось макроэкономическим факторам, в частности, сокращению инфляции. В данный момент это не так важно, хотя в целом это тоже проблема. Если инфляция увеличится, это все же менее серьезная проблема, чем политическая дестабилизация. Что касается общественного мнения,

то оно выступает против контроля над экономикой и развитием бизнеса. Я убежден, что Россия может существовать с довольно высокой инфляцией, но необходимо сделать еще немало значительных шагов по реструктуризации экономики и строительства рыночных механизмов.

## **А. Колесников**

*(Федеральная комиссия по ценным бумагам)*

### **Проблемы кризиса на российском рынке ценных бумаг**

Финансовый кризис 97-98 гг. оказал крайне негативное влияние на развитие российского рынка ценных бумаг. Причины, которые привели к обвалу российского корпоративного рынка ценных бумаг, меньше всего связаны с событиями в Юго-восточной Азии, но именно тамошний кризис дал тот толчок, который стал началом обвала у нас.

Реальные причины крушения в нашей стране рынка ценных бумаг в основном внутрироссийские: валютный кризис, кризис банковской системы, а самое главное — кризис государственного внутреннего долга. Для понимания того, почему были упущены возможности воспрепятствовать этому кризису, сделаем короткий экскурс в историю.

Начало кризиса приходится на осень 1997 г., когда события в Азии стали первым стимулом для вывоза капиталов с российского фондового рынка, что в свою очередь увеличило спрос на доллар. Отсюда одновременное падение цен на корпоративные ценные бумаги, на акции российских предприятий и снижение золотовалютных резервов, мировое падение цен на

сырье. В этот момент необходимо было провести девальвацию, но вместо того, чтобы предпринять столь необходимый шаг, российское правительство объявило о введении стабильного валютного курса на период 1999-2000 гг.

То есть участникам рынка были изначально заданы неверные ориентиры, в результате чего к концу 1997-началу 1998 г. цены на акции российских предприятий падают вдвое. После небольшой передышки в январе-начале марта 1998 г. пришла следующая волна кризиса. Весенняя смена правительства отразилась на платежном балансе страны, спровоцировав его ухудшение. В тот момент необходимо было провести девальвацию и реструктуризацию задолженности по ГКО-ОФЗ путем замены коротких ГКО на более длинные и дорогие. Но этого сделано не было, что, в свою очередь, вызвало усиление пессимизма у инвестора и привело к дальнейшему выводу капитала из России со всеми вытекающими последствиями. Далее происходит очередное снижение котировок российских акций, плюс к этому выходит закон о РАО «ЕЭС России», согласно которому доля нерезидентов ограничивается двадцатипятипроцентным пакетом акций, хотя фактически нерезиденты владели в этом акционерном обществе гораздо большим количеством акций, — данный нормативный акт вызывает панику у большинства иностранных инвесторов, и не только у них, и стимулирует дальнейший вывод капитала. На горизонте замаячила национализация, причем национализация в худшем виде.

Третий этап пришелся на июль-август 98 г. Следует естественное снижение рейтинга самой России, российских компаний, банков, дальнейший вывод капитала, падение цен на акции уже до состояния, когда речь шла о прекращении какой-либо торговли, давление на рубль, новая интервенция на валютном рынке со стороны Центробанка Российской Федерации. К тому же размещение на внешнем рынке двух траншей двух заемов на сумму 4 млрд. долларов, которые не состоялись вследствие высокой цены заимствования, усугубляют ситуацию, усугубляют отток капитала из России и стимулирует падение котировок тех евробондов, которые в тот момент уже

вращались на внешнем рынке. В июле доходность по государственным краткосрочным обязательствам достигает в среднем 130%, а по отдельным выпускам — 200%.

Естественно, что при такой доходности погашение заемствований происходит не за счет новых выпусков, а за счет налоговых поступлений, которых не хватает.

Не спасает положение предоставление Международным валютным фондом тех денег, которые вследствие отсутствия обязательных условий немедленной девальвации рубля и реструктуризации банковской системы практически проеадаются: они идут на поддержание рубля, недопущение обвала, хотя обвал рубля уже был обеспечен.

В результате всего вышеперечисленного и произошли события 17 августа, которые надолго сделали Россию непривлекательной для инвестиций. Приостановление обращения ГКО-ОФЗ, трехмесячный мораторий на погашение банковских кредитов, принудительная реструктуризация ГКО-ОФЗ приводит к полному параличу в банковской системе, сокращению производства экспортно-импортных операций, практически доводит финансовый рынок до состояния, которого Россия не знала очень давно.

В результате инвестиционная привлекательность России опустилась до минимальной черты; инвесторы из-за неисполнения государственных долговых обязательств, из-за остановки рынка ГКО, из-за моратория на выплату банковских кредитов, из-за обвала рынка корпоративных ценных бумаг, полного паралича в банковской системе, когда в одночасье остановились все расчеты, понесли колоссальные убытки. Отсюда — резкое снижение объемов производства, ухудшение финансового состояния предприятий.

Другое следствие — вся эта ситуация привела к полному нежеланию российского населения, которое обладает довольно значительными инвестиционными ресурсами, вкладывать деньги в банки или в ценные бумаги. Это же тормозит, а точнее — блокирует возможность российских эмитентов привлекать оборотные средства, за счет выпуска собственных ценных бумаг. Государство теряет возможность получения дополнительных

тельных средств за счет продаж государственных пакетов акций. По тем ценам, которые предлагаются на рынке за госпакет, продавать акции нельзя, и не случайно на тот момент продажа акций практически отсутствует, все аукционы по продаже госпакетов, заявленные ранее, провалились, за исключением одного — аукциона по «Газпрому».

Одновременно начинает отчетливо проявляться тенденция активного перераспределения контроля над российскими предприятиями, российскими корпорациями. Здесь налицо парадоксальная ситуация: при полной стагнации рынка количество выпусков ценных бумаг увеличивается, т.е. корпорация продолжает осуществлять выпуски. Цель этих выпусков — не привлечение инвестиционных ресурсов с рынка, а дальнейшее перераспределение контроля над предприятиями и вывод активов предприятий за пределы страны.

Подобное перераспределение, в принципе закономерное и нормальное, в условиях России осуществляется на грани грубейших нарушений законодательства в той его части, которая касается защиты прав инвесторов и акционеров. Пострадали в результате кризиса и инфраструктурные организации. Теряли свой бизнес инвестиционные посредники, брокеры, дилеры, и количество организаций, которые работали в этом сегменте рынке, сократилось на сегодня втрое, и эта цифра не окончательная — вывод этих организаций с рынка происходит и сейчас, и практически на каждом заседании Федеральной комиссии по ценным бумагам принимаются добровольные заявления об отказе от подобного бизнеса. Это тоже очень опасно.

Пострадали институты коллективных инвестиций. Было приложено в свое время много усилий для того, чтобы создать подобные институты на территории России, в частности, паевые инвестиционные фонды. Страдают торговые площадки, биржевые площадки из-за отсутствия оборотов нормальных ликвидных финансовых инструментов.

К этому же можно добавить еще и то, что сейчас начинает проявляться попытка воссоздания различного рода финансовых суррогатов. Мы помним истории 1993-94 гг., пирамидоидальные стены, билетики «МММ», бумажки «Хопра» и прочие

лжефинансовые институты. Есть опасность того, что подобное может возродиться и сейчас.

Следовательно, для того, чтобы в России действовал здоровый рынок ценных бумаг следует предпринять определенные шаги. Прежде всего, очень важно обеспечить максимальную защиту оставшихся на рынке акционеров от ущемления их прав и от нарушения того законодательства, которое позволило им на этом рынке существовать. Появился позитивный элемент — Закон «О защите прав инвесторов и акционеров». Закон, который несколько запоздал — он должен был выйти в 1996-97 гг., но появился только сейчас. Этот закон дает возможность дополнительного наказания тех правонарушителей, которые до недавнего времени вели себя безбоязненно. Несмотря на то, что российский фондовый рынок довольно молод, за 5 лет была создана основа инфраструктуры рынка, создана возможность его регуляции, пусть несовершенная, но она позволяла рынку существовать. Эту инфраструктуру необходимо сохранить, ориентируясь, с одной стороны, на либерализацию формальных требований, которые предъявляются тем или иным профессиональным участникам рынка или биржевым площадкам, и, с другой стороны — на ужесточение требований в части раскрытия информации по собственному капиталу, по созданию гарантитных или страховых фондов для клиентов. Как ни парадоксально, но сейчас, в условиях стагнации рынка, есть возможность несколько пересмотреть подходы к его развитию. Можно достаточно безболезненно провести мероприятия по совершенствованию законодательства, по наработке практики применения права на этом рынке.

Насколько успешными будут результаты, покажет время, но хотелось бы еще раз подчеркнуть, что развитие фондового рынка — это не самостоятельное направление развития экономики, а один из сегментов экономики, который во многом будет определяться общей экономической ситуацией в стране.

**А. Чернявский**  
*(Институт проблем инвестирования)*  
**Перспективы преодоления  
финансового и банковского кризиса в  
России**

В моем выступлении я хочу целиком сосредоточиться на проблемах банковского сектора в России.

Чтобы оценить перспективы преодоления банковского кризиса, целесообразно вернуться к его причинам. Формально начало банковского кризиса приходится на августовские события, когда был объявлен дефолт по внутренним обязательствам и произошла фактическая девальвация рубля. Сразу вслед за этим все российские банки оказались неспособными выполнять условия заключенных ими контрактов, в основе этой неспособности две классические причины: неисполнение обязательств заемщиками банков и, как следствие, обесценение банковских активов.

Частично парализованной на тот момент оказалась и вся система банковских расчетов.

В целом же общей причиной российского банковского кризиса можно считать то, что наш отечественный банковский сектор с 1992 г. по 1998 г. развивался на фоне падения реального сектора. В течение всего этого периода банки не смогли установить стабильных и обеспечивающих им доход отношений, направленных на финансовое обслуживание предприятий реального сектора, что и обусловило их слабость и привело в конце концов к системному банковскому кризису.

Период 1992-94 гг. характеризуется присвоением банками инфляционных доходов. С 1995 г. банки активно участвовали в строительстве пирамиды внутренних заимствований. Значительные доходы банковская система России получила в ходе инвестиционного бума, который имел место в 1996-97 гг. Но затем именно этот международный инвестиционный бум, перерос, что называется, отток капиталов, настолько сильный, что пережить его слабая российская банковская система не могла.

Когда мы говорим о том, что формальным началом кризиса является август 1998 года, то нужно учитывать, что уже весной того же 1998 г. крупнейшие российские банки (они аккумулировали порядка 70% активов и все средства вкладчиков, они имели доступ к рынкам международных капиталов), которые определили в дальнейшем лицо и характер банковского кризиса в России, оказались в неразрешимой ситуации.

Связано было это, во первых, с тем, что на волне низкоценного бума эти банки взяли у кредиторов-нерезидентов заем размером не менее 11 млрд. долларов в виде различным образом синдицированных кредитов. Меньшая часть этих средств была вложена в рублевые активы, а большая — в российские государственные обязательства. Речь в данном случае идет прежде всего о перешедших к нам по наследству обязательствах СССР перед Лондонским клубом, которые в 1997 г. казались для банков привлекательными. Большие средства были вложены также в еврооблигации Российской Федерации, но это обусловлено тем, что многие банки уже в 1997 г. пытались так или иначе сократить разрыв между валютными активами и валютными обязательствами и западные кредиторы считали безопасным вкладывать в российские государственные ценные бумаги.

Вот эти-то решения и поставили российские банки в катастрофическое положение: начиная с весны 1990 г. котировки российских государственных ценных бумаг неуклонно снижались. Правда, в первом квартале 1998 г. ситуация катастрофической не казалась, потому что даже на рынке ГКО мы имели приток нерезидентов — там вращалось порядка 3 млрд. долла-

ров, которые принадлежали нерезидентам. Но правительственный кризис весны 1998 г. спровоцировал уход нерезидентов с рынка государственных внутренних обязательств и очень резкое падение котировок еврооблигаций.

Забегая вперед, надо сказать, что из имевшейся на начало августовского кризиса задолженности российских банков западным общим объемом 11,2 млрд. долларов около 5 млрд. удалось все-таки в течение 3-го квартала, согласно данным платежного баланса, погасить.

Далее, конечно же, очень тяжелым бременем легли на крупные российские банки форвардные контракты. Объем последних составлял на начало кризиса порядка 15 млрд. долларов. Правда, весной этот показатель был еще выше. Просто российские банки, сознавая опасности, с которыми они столкнулись, и осмысливая ситуацию, выйти из которой безболезненно уже не могли, пытались эти форвардные обязательства также сокращать, тем не менее объем форвардных контрактов еще в середине августа составлял, как отмечалось выше, 15 млрд. долларов.

Если продолжать перечисление конкретных причин банковского кризиса, нельзя пройти и мимо того факта, что на волне кредитного бума российские банки вели себя так же, как ведут себя банки во всех странах: выдавали крупные торговые кредиты предприятиям ориентированных на экспорт отраслей без достаточных гарантий.

В качестве еще одной причины кризиса следует указать падение цен на сырье, что также поставило банки в трудное положение.

Многие московские банки увлекались — в основном в 1996-97 гг. — кредитованием субъектов Федерации. Это казалось сравнительно безопасным способом извлечения доходов, но на настоящий момент большинство выданных кредитов такого рода не обслуживаются, они тоже легли на балансы банков бременем невозвратимых долгов.

Все это в ходе кризиса очень сильно ударило по ресурсной базе банков. Произошел массовый отток вкладов физических лиц. В реальном выражении рублевые вклады сократились на

47%, а валютные вклады более чем на 50%. Такого жестокого удара не выдерживают и более стабильные банковские системы.

Качественным итогом этого системного кризиса является, конечно же, потеря капитала крупнейшими московскими банками. Точных данных у нас сейчас нет, но согласно всем оценкам капитал крупнейших банков в настоящее время составляет величину отрицательную. Тот же вывод в полной мере относится и к государственным банкам: и Сбербанк, и Внешторгбанк без прямой поддержки Центрального банка вполне могли бы оказаться в числе банкротов.

Два слова о международном опыте. В принципе системные банковские кризисы не являются чем-то необычным. Многие развивающиеся страны эти кризисы в той или иной форме и с теми или иными издержками пережили. О странах развивающихся я говорю именно потому, что их опыт нам наиболее интересен.

Если из этого опыта выводить какие-то общие закономерности выхода из кризиса, то практически во всех случаях речь будет идти не только об изменении политики Центрального банка, систем бухгалтерского учета, но и о больших затратах, на которые ради преодоления кризиса шло государство.

Например, чилийский опыт свидетельствует о том, что Центральный банк может взять на себя большую часть затрат по преодолению кризиса. Известен польский опыт рекапитализации за счет государственных трансфертов тех государственных банков, которые составляли ядро польской банковской системы.

Проблема же нашей страны заключается в том, что у России средств для рекапитализации банковской системы сегодня нет. По оценке на осень 1998 года затраты на эти цели должны были превысить 140 млрд. рублей. На тот момент это составляло больше половины всей денежной базы. Понятно, что у государства таких средств, в общем то, нет.

Коротко о планах по поддержке банковской системы, которые существуют сейчас. Известны, в частности, намерения Центрального банка создать трехуровневую систему коммер-

ческих банков. На первом уровне будут Сбербанк и Внешторгбанк, на втором три московских банка, имеющие большую филиальную сеть: СБС-АГРО, Промстройбанк и «Российский кредит»... Однако для поддержки даже трех этих банков нужна сумма порядка 20 млрд. рублей, найти которую сейчас тоже трудно.

Основные проблемы, стоящие сейчас перед российскими банками, — это, во — первых, проблема капитализации, а, во — вторых, еще более тяжелая проблема определения самого банковского бизнеса, определение того, на чем они могут зарабатывать деньги. Для российских банков эта, вторая проблема, особенно сложна, потому что если посмотреть все направления, на которых они зарабатывали до кризиса, то увидим: сейчас для них остается, пожалуй, только работа с нефинансовыми предприятиями (а такая работа всегда проходила в России очень тяжело); для некоторых, кроме этого, работа с долгами. Другие же виды банковского бизнеса — скажем, работа с бюджетными обязательствами или привлечение средств населения — все эти виды будут уделом лишь нескольких банков, в частности, Сбербанка.

В этой связи, мне кажется, сейчас действительно можно говорить о том, что перспективы деятельности российских банков будут связаны с нефинансовыми организациями, с предприятиями, которые на настоящий момент могут составлять ресурсную базу страны. Именно эти клиенты испытывают широкую потребность в проведении активных операций, в разного рода услугах и кредитах.

В заключение я хочу сказать следующее. В принципе, на структуре банковской системы могут оказаться решения Центрального банка по предотвращению кризисов, по усилению стабильности банковской системы, и эти меры, как известно из латиноамериканского опыта и из работ экспертов, сводятся к двум рекомендациям: первая — ужесточение требований к достаточности банковского капитала, вторая — ужесточение нормативов ликвидности.

Если говорить об ужесточении нормативов ликвидности, мы неминуемо возвращаемся к необходимости создания ново-

го рынка ценных бумаг. Сегодня 30 млрд. принадлежащих коммерческим банкам средств просто не знают куда им девать ликвидность, находятся просто на корсчетах ЦБ, еще около 20 млрд. депонировано там же под низкую доходность, и, конечно же, для нормального функционирования банковской системы нужна новая конструкция рынка государственных ценных бумаг. Такого рынка, который явился бы прежде всего инструментом поддержания ликвидности банковской системы, определения базисных ставок и лишь в небольшой степени позволял решать текущие бюджетные проблемы.

**Р. Евстигнеев,**

*(Центр Института международных экономических и политических исследований)*

**Л. Евстигнеева**

*(МНИИПУ)*

## **Нужно менять приоритеты либеральных реформ**

В названии нашего выступления акцент следует делать на слове «либеральных», чтобы никто не думал, что мы призываем к возвращению назад, к мобилизационной экономике.

Один из узловых моментов, обусловивших наступление финансового кризиса, — это, на наш взгляд, сохранение первоначальных приоритетов реформ, невнимание к новым приоритетам, которые давно уже вызрели в нашей экономике.

О каких конкретно приоритетах идет речь? Первый приоритет из них — когда альтернатива «государство-рынок» была решена в пользу рынка и выбор этот общество сделало потому,

что не было иного способа вывести социализм на траекторию рыночной трансформации. И вот здесь мне бы хотелось выделить два момента. Это приватизация и это образование финансового капитала как буфера между приватизацией и рынком. Вопросов приватизации касаться сейчас не будем, о них очень много писалось, много мы знаем. Но вот что касается финансового капитала — одну нетрадиционную мысль по этому поводу хотелось бы высказать. Бросившись на олигархов, мы все не заметили главного — неизбежности наличия их, олигархов то есть, для создания каркаса рыночной экономики. Финансовый капитал цементирует рынок. Да, хорошо известно, что финансовый капитал стремится к сращиванию с властью, к тому, чтобы перенести на власть часть рисков, известно о коррупции. Все это есть, но, может быть, такова необходимая плата за движение к развитому рынку?

Ведь с самого начала в основе реформ была заложена идея рынка неразвитого, максимально приближающегося по своей конструкции к тому рынку свободной конкуренции, которую Кейнс называл экономикой фирмы. Объяснение неразвитости одно: в условиях резкой политизации всех процессов, которая отчетливо проявилась с реформами, проблема была крайне примитивизирована: либо либеральная модель, либо коммунистическая, разбор нюансов отложим на потом.

Но давно уже настало, с нашей точки зрения, время менять приоритеты и переходить к современному типу рынка. Дилемму «финансовая стабилизация» или «преодоление спада» решать следует не как перетягивание каната между государством и рынком, а между тем именно это происходит у нас на глазах.

Кстати, обратите внимание на содержание споров в нашей экономической литературе о соотношении рынка и государства, о роли государства в рыночной экономике. Вроде бы как раз на эти темы ведется разговор, но на самом-то деле речь идет не о соотношении государства и рынка в рыночной экономике, а о соотношении социалистического государства и рынка. Ведь государство всегда стремится выполнять те функции, которые оно выполняло прежде.

Нет возможности останавливаться сейчас на естественных теоретических вопросах, лежащих в основании структурного развитого рынка, т.е. того, что Кейнс называл денежной экономикой. Не будем останавливаться подробно и на том, какой должна быть роль государства в этом процессе. Однако совершенно понятно, что быть инвестиционным лидером, каким оно хочет стать сейчас, государство не должно.

Оптимальная роль государства — это роль архитектора рыночных социальных институтов. В частности, оно должно осуществить, наконец, прогрессивную реформу банковской системы.

На нашей конференции очень много говорилось о трудностях нашего банковского сектора, но, с нашей точки зрения, если последовательно начать менять приоритеты реформ, то, возможно, банки не просто обновятся и станут действительно банками, а не некими фондами, какими они были до сих пор, и смогут «вытянуть» и всю экономику.

В этом контексте имеет смысл повторить предложение, которое мы высказывали в наших работах многократно: необходимо создавать новые институты банка капитала и банка развития. Банк капитала мыслится как центр развития инвестиционных оборотов на основе разных форм залогового кредитования предприятия: под залог активов, под залог корпоративных акций или разных документов собственника. Сейчас же предприятия в России, в том числе предприятия такого мощного индустриального ядра, как сохранившийся ВПК, сидят на мешке с потенциальными деньгами, которые не включены в оборот.

Впереди нас ожидает процесс двух параллельно осуществляемых централизаций. Это экономическая централизация на базе финансового капитала, отделенного от государства. И, второе, централизация государства с присущими ему функциями. Если не предпринять необходимых мер, сам курс на либерализацию просто не выдержит мощного давления монополистических тенденций, которые присущи и капиталу и государству.

**Ю. Данилов**  
*(Высшая школа экономики)*

## **Государственный долг России: ошибки и меры по их предупреждению**

Тема моего выступления — государственный долг России; основные ошибки, допущенные при его построении; возможные методы их предупреждения; меры, направленные на не повторение этих ошибок.

По нашему мнению, основной непосредственной причиной того кризиса, который переживает сейчас Россия, стал чрезмерный объем обязательств федерального бюджета. Излишний государственный долг привел к тем негативным последствиям, которые мы сейчас наблюдаем. В соответствии с имеющейся статистикой внутренний государственный долг, выраженный в ценных бумагах ГКО и ОФЗ, на момент принятия решений об отказе от своих обязательств 17 августа составлял 387 млрд. рублей или по действующему тогда курсу — 61 млрд. долларов.

На этой конференции звучала цифра — 40 млрд. долларов. Так оценивался объем государственных обязательств, по которым собственно был объявлен дефолт, которые были заморожены. Общий объем внутренних обязательств по состоянию на 17 августа составлял 60 млрд. долларов. Это огромная величина, которая была набрана буквально за несколько лет.

Эта величина несопоставима с теми обязательствами, которые выпускались на внешних рынках. В то время как условия заимствования (при определенном уровне заимствований) на внешних рынках были благоприятнее, чем на внутреннем. Бы-

ла допущена серьезная ошибка, в первую очередь в том, что в качестве целевого рынка привлечения финансовых ресурсов правительством был выбран внутренний рынок, на котором этих ресурсов в достаточном количестве не было. И, наоборот, буквально до 1998 года недостаточно активно использовался рынок еврооблигаций, который был гораздо более емким, на котором можно было привлечь гораздо большие ресурсы и гораздо дешевле.

Кроме того, объем внутренних обязательств, объем внутреннего государственного долга по ценным бумагам был несопоставим с источниками покрытия этих обязательств. Выпуск ГКО-ОФЗ осуществлялся исходя из надежды на авось. В терминах финансового рынка это выражалось в том, что Российское правительство, Министерство финансов, Центральный банк надеялись, что удастся перекредитоваться, удастся провести рефинансирование этого долга, что не могло быть осуществлено в условиях уже разразившегося мирового финансового кризиса.

Еще одно замечание, может быть не совсем относящееся к теме моего доклада, но, тем не менее, я хотел бы высказаться по вопросу, который уже поднимался на этой конференции — о влиянии мирового финансового кризиса на финансовый кризис в России.

Мировой финансовый кризис назывался одной из основных причин российского финансового кризиса, российского финансового чуда, как в последнее время стали называть российский финансовый кризис. На мой взгляд есть достаточно оснований считать, что с апреля-мая 1998 года именно российский кризис стал одним из основных факторов, влияющих на углубление мирового финансового кризиса.

Дело в том, что российский рынок был признан в 1996-1997 годах лучшим развивающимся рынком мира, и именно на российский рынок крупнейшие мировые инвесторы ориентировались в значительной мере. Когда на российском рынке появились признаки нестабильности, появились признаки увеличения инвестиционных рисков, естественно, что крупнейшие инвестиционные банки, работавшие на развивающихся рын-

ках, начали давать свои рекомендации о сокращении инвестиций не только в российские инструменты, но и в инструменты развивающихся рынков в целом. Тем самым финансовый кризис в России сыграл свою негативную роль в расширении и углублении мирового финансового кризиса.

Следующий вопрос, на котором я хотел бы остановиться — причины агрессивного наращивания внутреннего государственного долга и почему стало возможным это наращивание.

Внутренний долг рос быстрыми темпами в первую очередь за счет того, что эмитент облигаций — Министерство финансов — при помощи и содействии Центрального банка — агента по размещению государственных облигаций — предлагали очень высокую доходность по этим обязательствам. Доходность существенно выше рыночного уровня.

Мы рассчитали и сравнили доходности по длинным внутренним обязательствам (облигациям федеральных займов), которые были размещены в 1997-1998 годах и по внешним обязательствам (еврооблигациям). Расчет доходности внутренних облигаций опирался на действовавший валютный коридор и прогнозы изменений курса рубля. Оказалось, что Российское правительство готово было платить российским олигархам в пять с половиной раз больше, чем иностранным инвесторам. Мне пытались доказать, что в этой цифре заложен риск обесценения рубля.

Однако при таком разрыве доходности внутренних и внешних обязательств оценка риска со стороны иностранных инвесторов, работающих в России, должна составлять 90-процентную вероятность серьезной девальвации рубля. То есть Российское правительство, размещая внешние и внутренние обязательства с пятикратным разрывом, заранее говорило инвесторам о том, что их оценка рискованности рублевых инвестиций оправдана. Таким образом Российское правительство подталкивало инвесторов к уходу из рублевых активов.

Доходность внутренних обязательств также значительно превосходила и какие-либо ориентиры, принятые в любой экономике. Например, доходность внутренних обязательств серьезно превосходила темпы инфляции. Ни на одном из раз-

вивающихся рынков на протяжении более или менее длительного периода не наблюдалось превышения доходности внутренних обязательств над темпами инфляции в полтора раза. В Российской Федерации внутренние обязательства постоянно превышали темпы инфляции со все ускоряющимся разрывом. В середине 1995 года разрыв эффективной доходности ГКО по сравнению с темпами инфляции составлял 3,4 раза, а уже к середине 1996 этот разрыв вырос до 11 раз. В течение 1998 года именно доходность ГКО превосходила темпы инфляции от 15 до 45 раз — абсолютный мировой рекорд.

Этот уровень доходности позволил действительно привлечь на внутренний рынок рублевых обязательств достаточно крупные финансовые ресурсы.

По нашим оценкам, ошибки, заключавшиеся в том, что на внутреннем рынке правительство заимствовало по очень высоким ставкам и очень много, а на внешнем рынке по приемлемым ставкам заимствовала слабо, нанесло прямой экономический ущерб России в размере примерно 20 млрд. долларов. Именно 20 млрд. долларов нам не хватало в период развития кризиса летом 1998 года, именно эта сумма была потеряна вследствие неразумного действия российского правительства.

Какие же последствия на реальную экономику имела такая политика государственного долга? Во-первых, высокая доходность ГКО привела к вымыванию оборотных средств из реального сектора. Предприятия рассчитывались друг с другом по бартерным схемам, все живые деньги по мере возможности отправлялись на рынок ГКО. Ни один инвестиционный проект не мог иметь такой доходности, которая была у ГКО.

Проведенные исследования показали высочайшую степень корреляционной зависимости между приростом рынка ГКО и приростом взаимных неплатежей в экономике. Если вычесть из прироста средств, направляемых в ГКО, средства иностранных инвесторов, коэффициент корреляции, вообще говоря, близок к единице. При существовании такого наркотика, как рынок ГКО, деятельность финансовых институтов оставалась низкоэффективной и не было стимулов инвестировать в реальный сектор экономики.

С одной стороны, коммерческие банки в качестве управляющих активами, выродились и стали полностью дегенеративными структурами; с другой стороны, ни один инвестиционный проект в промышленности не мог обеспечить той доходности, которое давало государство на рынке ГКО.

Часть иностранных капиталов, спекулятивных по своей природе и имевших в качестве источника российские корни, используя различные офшорные схемы, попадала на российский рынок ГКО, минуя какие бы то ни было жесткие ограничения.

По оценкам руководителей Центрального банка, доля нерезидентов на рынке ГКО составляла примерно треть. Точных данных о доле тех держателей ГКО и ОФЗ, чьи капиталы проходили через офшорные схемы, мы не имеем. Именно эти капиталы, попавшие в Россию через различного рода депозитные договоры с плавающей ставкой, привязанной к доходности ГКО, почувствовав опасность начали уходить из России. По нашим оценкам, они составляли тоже треть рынка ГКО, то есть примерно 12-16 млрд. долларов, которые в очень короткий промежуток времени — несколько месяцев — были выведены из рынка ГКО и оказали давление на валютный рынок. Поэтому, говоря о том, что именно государственный внутренний государственный долг стал причиной финансового кризиса, я имею в виду и то, что именно деньги, ушедшие с рынка ГКО, оказали решающее воздействие на падение рубля.

Падение рубля в свою очередь негативно отразилось на внешнем долге России. Если изначально внешний долг России был приемлемым, то есть были шансы на его погашение при определенных схемах реструктуризации, то с падением рубля тяжесть внешнего государственного долга стала неподъемной. И сейчас, из-за неразумной государственной политики на финансовом рынке, Россия встала перед лицом банкротства.

Какие же меры могут предотвращать подобные ошибки в будущем? На мой взгляд, необходимо жесткое законодательное регулирование всех параметров внутреннего долга: и объема заимствований, и доходности. На сегодняшний день не существует жестких законодательных ограничений по объему

заемствований, кроме, может быть, внешних заемствований, и никаких ограничений по доходности.

В дискуссиях, которые развернулись в последние месяцы, высказывалось мнение, что если мы регулируем объем эмиссии, то автоматически регулируем и доходность. Или, наоборот, регулируя доходность — мы регулируем объем эмиссии, объем размещения.

На самом деле эта закономерность свойственна только для эффективных рынков. Для России, где нет эффективного рынка и где правительственные чиновники склонны к недобросовестной деятельности не в интересах России, необходимо очень жесткое регулирование обоих параметров.

Именно поэтому, в процессе исследований, проводимых в Высшей школе экономики, мы разработали концепцию закона о государственном долге, где предлагаем ввести жесткие ограничения на объем заемствований и на доходность.

Кроме того, необходимо существенное снижение роли Центрального банка на рынке государственных обязательств, разделение функций Центрального банка между различными структурами. Здесь мы полностью сходимся с позицией Федеральной комиссии по ценным бумагам.

На наш взгляд, необходимо разделение между инвестиционными и коммерческими банками. В настоящее время основной критерий деления деятельности инвестиционных и коммерческих банков должен быть связан с доходностью и риском тех инструментов, в которые эти институты осуществляют вложения. Необходимо запретить коммерческим банкам инвестировать в инструменты, независимо от того, кем они выпущены, если их доходность превосходит определенный уровень.

В заключение два слова о тех ошибках, которые могут быть допущены в самое ближайшее время в процессе реструктуризации долга. На мой взгляд, при реструктуризации внешнего долга (а она неизбежна, нам только приходится выбирать либо реструктуризация, либо дефолт) непременно нужно ранжировать внешний долг по степени жесткости. Примеры ОНЕК-СИМбанка и Нижегородской области, когда происходил, по

суги дела, технический дефолт по еврооблигациям, не должны быть повторены в России. Ни при каких условиях Российское правительство не должно отказаться от обязательств по еврооблигациям и от долга Международному валютному фонду.

**А. Дворкович**

*(Экспертная экономическая группа Министерства финансов РФ)*

**Управление государственным долгом в  
условиях оттока капитала:  
возможности преодоления  
долгового кризиса**

Я представляю здесь экономическую экспертную группу, которая была в некоторой степени вовлечена в разработку экономической политики и в той же степени несет ответственность за то, что произошло в 1998 году.

Меня всегда пугает, когда люди легко обращаются со словами «надо было провести девальвацию». Не бывает такой легкости в принятии решений на государственном уровне. Члены правительства, которые были ответственны предпринимать соответствующие шаги, думали о таком решении, и коль скоро оно не было принято, стало быть, были серьезные аргументы против.

Два вопроса, которые я хочу сегодня поставить на обсуждение, заключаются в следующем: первое — могла ли Россия преодолеть долговой кризис после резкого изменения в показателях платежного баланса, которые произошли в 1998 году.

Эти изменения в основном не были непосредственно связаны с внутрироссийской обстановкой, а были вызваны падением мировых цен на основные сырьевые товары и изменением оценки инвесторами риска на развивающихся рынках. Второй вопрос непосредственно связан с ответом на первый. При каком отете на первый вопрос можно считать правильной выбранную комбинацию финансовой политики — валютной, кредитно-денежной, бюджетной, а также в сфере управления долгом и банковского регулирования.

Пока мы не имеем ответов на эти вопросы, но я надеюсь, что мы успеем на них ответить до следующего долгового кризиса.

Негативные изменения в показателях платежного баланса как в его текущей части, так и в части потоков капитала, привели к резкому снижению устойчивости государственного долга. Другими словами, без этих изменений в платежном балансе, по нашим оценкам, правительство, скорее всего, смогло бы справиться с управлением государственным долгом, и сегодняшнюю реструктуризацию было бы возможно избежать.

Ключом к разрешению возникших финансовых проблем было не управление государственным долгом непосредственно, это все-таки проблема надстроичного типа, а не фундаментального, а восстановление доверия к проводимой политике, хотя бы только за счет начала ее проведения, наконец. Дело в том, что до осени 1997 года у правительства не было объявленной экономической программы, которая вызывала бы доверие и которую ждали инвесторы.

Избранная комбинация экономической политики фактически воспроизводила все имевшиеся проблемы, усиливала их. Это не значит, что выбранная комбинация была неправильной, но в тех условиях и при сложившихся тенденциях, валютная, бюджетная и банковская политика приводила к углублению имевшихся проблем.

Каковы были каналы влияния изменившейся ситуации с платежным балансом на управлении государственного долга? Прежде всего, падение мировых товарных цен привело к снижению доходов государственного бюджета как федерального,

так и расширенного, и резко снизило возможность органов власти обслуживать государственный долг. Во-вторых, отток капитала с финансовых рынков в основном не иностранного, а именно российского капитала, привел к резкому снижению возможности рефинансирования долга.

И, в-третьих, возникший дефицит золотовалютных резервов правительства, привел к тому, что если бы правительство решилось на девальвацию рубля, то возможности обслуживания долга выглядели бы уже сильно проблематичными. Даже при 30-40-процентной девальвации в 1997 году все равно в 1998 году мы бы не обошлись без реструктуризации долга. Девальвация уже не решала долговые проблемы. Кризис был не только валютным, но и долговым. В тот момент решение этих проблем было уже невозможно.

На самом деле основные ошибки были допущены не осенью 1997 года или в 1998 году, а, скорее всего, в тот момент, когда приток капитала в страну был достаточно большим, и когда можно было провести достаточно жесткую бюджетную политику и выправить положение с государственными финансами.

Я еще раз хочу повторить, что даже осенью 1997 и весной 1998 года, в особенности при смене правительства, государство не предоставило инвесторам пакета реформ, какой представляли им правительство и власти других стран, столкнувшись с подобной проблемой. Речь идет о налоговой реформе, о глубоких социальных реформах, о структурной перестройке экономики и т.д. Кроме того, правительство не предоставило инвесторам плана управления государственным долгом.

Вопрос доверия к проводимой политике тесно был связан с концепцией, что Россия слишком большая страна, чтобы обанкротиться. Инвесторы достаточно долго, примерно до середины июня, полагали, что Россия сможет выскочить из того порочного круга, который сложился. В частности, крупные банки даже в июле не выводили капитал, а продолжали поддерживать рынок, надеясь, что с помощью дополнительных внешних кредитов правительство сможет преодолеть кризис.

В связи с этим встает вопрос: могло ли правительство без поддержки Думы, Президента восстановить доверие к своей политике за счет лучшего управления долгом, за счет большего давления на налогоплательщиков, за счет урезания расходов? Ответ на этот вопрос лежит уже не в экономической области, а в политической, и, скорее всего, ответ: «Нет, не могло». Без политических решений относительно того, что делать дальше, правительство уже не могло справиться с возникшим кризисом. Под правительством я имею в виду не только непосредственно правительство, но и Центральный банк.

Что касается комбинации проводимой политики, то она включала в себя четыре основных элемента. Первый ее элемент — это поддержка валютного курса. Начиная, по крайней мере, с декабря 1997 года Центральный банк полностью сконцентрировался на поддержке валютного курса, и так происходило до мая 1998 года.

Второй элемент политики заключался в повышении процентных ставок, когда это было необходимо для рынка. Я хочу особо подчеркнуть, что правительство в условиях сложившегося сбора налогов и бюджетных обязательств, не могло снизить предложение бумаг на рынке. Снижение ставки привело бы лишь к тому, что Центральный банк вынужден был бы рефинансировать погашение государственного долга за счет денежной эмиссии, что, во-первых противозаконно, а во-вторых, вызвало бы дальнейшее повышение спроса на валютном рынке, отток капитала и т.д.

Следующим элементом политики была дальнейшая либерализация рынков. Этот элемент включал в себя как либерализацию входа иностранных инвесторов на рынок ГКО с 1 января 1998 года, а также выбранную схему участия российских банков на рынке срочных валютных контрактов.

И, наконец, последним элементом политики являлась диверсификация долга. Основная идея заключалась в управлении долгом через его диверсификацию, то есть через выпуск одновременно внутренних и внешних обязательств, кредитов от МВФ, Мирового банка.

Очевидно, что осуществляемая комбинация экономической политики усугубляла все возникавшие проблемы. Во-первых, увеличение процентных ставок приводило к тому, что процентная составляющая баланса текущих операций в платежном балансе существенно ухудшалась, т.е. дефицит платежного баланса все возрастал. Во-вторых, росла задолженность частного сектора экономики, а, значит, мы имели дело не только с суверенным банкротством, но и банкротством частного сектора.

Была ли альтернатива? Ответа на этот вопрос у нас нет. Естественно были ошибки текущего управления долгом, но единственным выходом из ситуации были бы совместные усилия всех ветвей власти, поддержанные возможно Мировым финансовым сообществом. Без этого правительство России уже не могло само выбраться из кризиса, альтернатива уже не заключалась в каком-то другом управлении долгом или какой-то другой валютной политики.

Фактически Россия столкнулась со стандартной проблемой двойного дефицита, то есть проблемы в платежном балансе и фискальная несбалансированность привели к долговому кризису. Либерализация рынков, высокие налоги и низкое доверие к правительству политики привели также к кризису частного сектора, и, скорее всего, управление долгом было уже не важно в этих условиях.