

Институт экономики переходного периода

103918, Россия, Москва, Газетный переулок д. 5 Тел./ факс 229 6596, www.iet.ru

Научные труды N 28Р

**Некоторые проблемы денежно-кредитной
политики в переходной экономике. Сборник
статей.**

Москва

Март 2001 г.

Институт экономики переходного периода

Основан в 1992 г.

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

Директор: Е.Т.Гайдар

Редакционная коллегия: Н.Главатская, И.Устинова

Авторский коллектив: Глава 1 – С.Синельников, С.Дробышевский,
А.Золоторева, И.Трунин
Глава 2 – Г.Трофимов
Глава 3 – П.Кадочников, С.Синельников,
Р.Энтов, С.Дробышевский, Е.Ершова,
С.Приходько

Компьютерный дизайн: А.Астахов

*Настоящий сборник подготовлен по материалам исследовательского
Проекта Института экономики переходного периода, выполненного в
рамках гранта, предоставленного Агентством международного раз-
вития США*

ISBN 5-93255-044-9

Лицензия на издательскую деятельность НЛР 021018 от 09 ноября 1995г.

103918, Москва, Газетный пер., 5

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

E-MAIL – root@iet.ru, **WEB Site** – [http:// www.iet.ru](http://www.iet.ru)

Институт экономики переходного периода

С Институт экономики переходного периода, 2001

Содержание

Оглавление	2
Введение	4
§1. Теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде с кривой LM, представляющей собой функцию от реального курса национальной валюты	6
§2. Динамика российской экономики в 1995–2000 годах с точки зрения модели IS-LM	18
§3. Проблемы денежно-кредитной и валютной политики в России в 1999–2000 годах .	22
3.1. Общая характеристика и инфляционные процессы в российской экономике	22
3.2. Цели и инструменты денежно-кредитной политики	25
3.3. Денежное предложение	29
3.4. Спрос на деньги	37
3.5. Динамика обменного курса рубля	40
3.6. Банковская система	43
§4. Предложения по выбору оптимальной денежно-кредитной политики.....	51
4.1. Цели и задачи денежно-кредитной политики в текущих условиях	51
4.2. Проблемы и механизмы контроля за движением капитала	53
Заключение.....	60
Приложение. Динамика индикаторов денежного и финансового рынков в августе 1998 –2000 годах.....	1

Введение

Финансовый кризис в августе 1998 года стал переломным пунктом для денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РФ. На протяжении 1995–1998 годов промежуточной целью денежно-кредитной политики являлось поддержание в рамках установленного валютного коридора динамики номинального курса рубля по отношению к доллару США, который играл роль «номинального якоря» для стабилизации и сдерживания инфляционных процессов. Основными инструментами денежно-кредитной политики в этот период были операции на открытом рынке (покупка-продажа государственных ценных бумаг на вторичном рынке ГКО-ОФЗ) и стерилизующие интервенции на валютном рынке. Отказ в августе 1998 года от политики валютного коридора и введение режима плавающего обменного курса, произошедшего на фоне значительного роста положительного сальдо торгового баланса, вынудили Банк России к выбору новых целей и промежуточных ориентиров в своей политике. При этом денежные власти должны учитывать не только необходимость снижения постдевальвационной инфляции, но и растущий приток иностранной валюты, отсутствие надежных ликвидных финансовых инструментов.

Ограниченность инструментов воздействия на объем денежной массы в обращении вынудили ЦБ РФ использовать, фактически, единственный механизм регулирования денежного предложения – интервенции на валютном рынке. Однако в условиях значительного положительного сальдо торгового (и платежного) баланса данный инструмент работает только в одну сторону – эмиссия рублей за счет покупки избыточного (сверх объема спроса со стороны других участников рынка) предложения валюты на рынке. Для стерилизации денежного предложения Банк России был вынужден пойти на расширение депозитных операций, однако, такая мера является, по сути, искусственной и краткосрочной. Очевидно, что решение проблемы управления денежным предложением требует других решений уже в среднесрочной перспективе. Кроме того, консервация значительных объемов денег повышенной мощности внутри банковской системы не снимает угрозы атаки на курс рубля.

Другим серьезным последствием того, что все инструменты денежно-кредитной политики сведены, фактически, к валютному рынку является усиление давления к ревальвации рубля. С одной стороны, избыточное предложение валюты на рынке толкает номинальный курс рубля в сторону повышения, и Банк России вынужден

расширять объемы рублевых интервенций в целях недопущения повышения реального курса рубля. Однако увеличение денежной эмиссии ведет к ускорению инфляционных процессов в экономике, и повышение реального курса происходит уже за счет более быстрого темпа роста цен по сравнению с темпами снижения номинального курса рубля.

Целью настоящей работы является анализ проблем, с которыми сталкиваются денежные власти России в посткризисный период (1999–2000 годы), и определение условий оптимальной денежно-кредитной политики в настоящих условиях в рамках существующих теоретических подходов.

Для анализа ситуации в экономике России в послекризисный период нами рассмотрена теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде на основе подхода IS-LM (аналогичная модели Манделла-Флеминга), в которой спрос на деньги положительно зависит от реального курса национальной валюты. Таким образом, в координатах $e - Y$ кривая LM имеет отрицательный наклон. В первой части работы мы рассматриваем предпосылки, при которых существует такая зависимость, а также анализируем сравнительную статику шоков денежно-кредитной и фискальной политики в модели.

Далее мы проанализировали движение экономики России в рамках предложенной модели и подробно рассмотрели процессы, наблюдаемые в денежно-кредитной сфере после августа 1998 года; в частности, характер инфляционных процессов, динамика и изменение структуры денежных агрегатов, степень рационирования кредита и поведение денежного мультипликатора, динамику золотовалютных резервов, характер действий ЦБ РФ (операции на валютном рынке, операции на открытом рынке, депозитные операции, резервные требования, ставка рефинансирования), поведение реального курса рубля, аккумуляцию избыточной ликвидности в банковской системе, изменение структуры активов и пассивов банковской системы.

На основе выводов из модели и анализа рассматривается ряд предложений по выбору оптимальной денежно-кредитной политики на 2001–2002 годы, исходя из опыта зарубежных стран (в частности, вопросы контроля за движением капитала и внутренней денежной политики после девальвации).

§1. Теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде с кривой LM, представляющей собой функцию от реального курса национальной валюты

Наш анализ основан на двух традиционных подходах: неокейнсианском - (IS-LM) для случая малой открытой экономики (модель Манделла-Флеминга¹) и денежном подходе к платежному балансу². Однако прежде необходимо оговориться, что мы не претендуем на построение принципиально новой модели, а лишь несколько видоизменяем существующие конструкции с целью адаптации их к описанию и анализу специфических условий России конца 90-х годов³.

В модели Манделла-Флеминга уравнение кривой IS записывается как сумма компонентов национального дохода, а уравнение кривой LM – как функция от дохода и ставки процента (поскольку в краткосрочном периоде цены рассматриваются как жесткие, различие между номинальной и реальной ставками процента не проводится).

$$Y = Y(A, T, r, G, e)$$
$$\frac{M}{P} = LM(Y, r)$$

где Y – национальный доход, A – автономный уровень потребления, P – уровень цен, T – налоги, r – ставка процента, G – государственные расходы, e – реальный курс национальной валюты, M – номинальная денежная масса, знаки отражают направление зависимости.

Автономный уровень потребления и налоги оказывают влияние на выпуск через потребление, процентные ставки – через инвестиции, объем государственных расходов принимается экзогенным, реальный курс национальной валюты влияет на величину чистого экспорта. Спрос на деньги зависит от объема выпуска и процента.

Учитывая цели нашего исследования, мы несколько видоизменили предпосылку о характере зависимости, описывающей кривую LM, предположив наличие зависимости от реального обменного курса (здесь мы измеряем реальный курс в единицах иностранной валюты за национальную валюту, т.е. высокий реальный курс

¹ Mundell (1968); Fleming (1962).

² IMF (1977).

³ В качестве примера работ, содержащих переработку подхода IS-LM для решения частных экономических задач можно привести статью Romer (2000).

соответствует случаю дорогой национальной валюты по отношению к национальной валюте):

$$\frac{M}{P} = LM(Y, r, e).$$

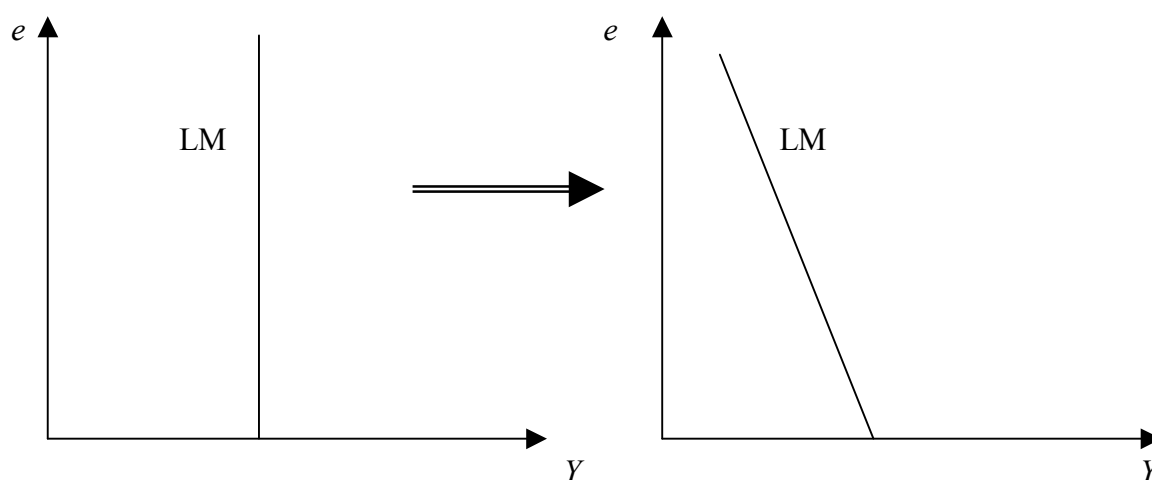
В простейшем случае (линейная зависимость по всем переменным) функция LM будет описываться следующим уравнением:

$$\begin{aligned} \frac{M}{P} &= aY - br + fe \Rightarrow \\ e &= \left(\frac{1}{f} \frac{M}{P} + \frac{b}{f} r \right) - \frac{a}{f} Y, \end{aligned}$$

где a, b, f – коэффициенты, отражающие чувствительность спроса на деньги к уровню национального дохода, ставке процента и реальному курсу национальной валюты, соответственно.

Как показано на рисунке 1, в координатах $e - Y$, кривая LM будет иметь отличный вид от традиционного случая, т.е. иметь отрицательный наклон по отношению к оси абсцисс (Y).

РИСУНОК 1.



Таким образом, мы предполагаем, что спрос на деньги зависит не только от процентной ставки, но и от реального курса национальной валюты, причем зависимость – положительная, т.е. более высокому реальному курсу национальной валюты соответствует больший спрос на реальные кассовые остатки. Попробуем обосновать данное утверждение.

Прежде всего заметим, что российская экономика представляет собой двухвалютную экономику, т.е. в экономике обращаются две валюты, выполняющие

функции денег, либо некоторые из них (например, средство сбережения или мера стоимости). В такой экономике одна из валют всегда оказывается более стабильной и надежной, не подверженной риску обесценивания (в долгосрочной перспективе), поэтому и реальное богатство и реальные переменные воспринимаются выраженными в этой валюте.

В то же время, в описываемой модели рассматривается спрос на реальные кассовые остатки в национальной валюте. Увеличение или снижение спроса на деньги в модели может соответствовать таким ситуациям как изменения совокупного спроса на кассовые остатки в экономике (как в национальной, так и в иностранной валюте), так и замещения одной валюты другой. Например, рост спроса на деньги будет описывать ситуацию вытеснения иностранной валюты, т.е. дедолларизацию экономики. Предпосылка о возможности замещения валют в рамках одной двухвалютной экономики является ключевой для дальнейшего понимания положительной зависимости между спросом на деньги и реальным курсом национальной валюты.

В российской экономике функцию средства платежа преимущественно (и легально) выполняет национальная валюта. Обращение долларов как средства платежа, фактически, ограничено теневой экономикой (не рассматриваемой в рамках подобных моделей) и узким кругом операций по покупке дорогостоящих товаров (например, жилье, вторичный рынок автомобилей и т.д.), оборот которых в общем объеме транзакций относительно мал. В модели мы также предполагаем, что для осуществления транзакций (потребления) экономические агенты могут использовать только национальную валюту, иностранная валюта должна быть предварительно конвертирована в национальную валюту.

Однако мы предполагаем, что экономические агенты могут хранить свои сбережения в двух формах: либо в наличной национальной валюте, либо в наличной иностранной валюте. Наличная иностранная валюта играет в таком случае роль ценных бумаг или депозитов (как альтернатива хранению наличных кассовых остатков) в традиционных моделях.

Также предположим, что текущие доходы экономических агентов выражены в национальной валюте. Эта предпосылка распространяется и на ситуацию, когда номинальная сумма зарплаты или других доходов выражена в долларах, но экономические агенты непосредственно получают на руки рубли.

Следовательно, в каждый момент времени спрос на деньги (рублевые реальные кассовые остатки) определяется как распределением текущих поступлений,

направляемых на потребление и сбережение, так и реструктуризацией портфелей (сбережений) экономических агентов.

Рассмотрим теперь влияние реального курса национальной валюты на спрос на деньги с точки зрения влияния реального обменного курса на каждый из трех основных мотивов спроса на деньги (транзакционный, предосторожности и спекулятивный).

С точки зрения транзакционного мотива спроса на деньги, рост реального курса рубля означает повышение реального (в долларовом выражении) богатства экономических агентов и более высокую покупательную способность имеющих в их распоряжении рублевых кассовых остатков. Такой вывод следует, во-первых, из предпосылки о том, что текущие доходы экономических агентов выражены в рублях; во-вторых, это справедливо относительно предположения, что значимая часть всех сбережений хранится в национальной валюте, и, в-третьих, мы предполагаем, что на внутреннем рынке высока доля импортных товаров, цены на которые фиксированы в долларах. Таким образом, рост реальных кассовых остатков при увеличении реального курса национальной валюты происходит вследствие эффекта богатства.

Аналогичные причины стимулируют спрос на реальные рублевые кассовые остатки из мотива предосторожности. Положительный эффект богатства расширяет возможности потребления и, соответственно, увеличивает неопределенность в размере предстоящих покупок, что заставляет держать больший объем средств в форме национальной валюты, либо устраняет необходимость конвертации текущих денежных потоков в иностранную валюту.

С точки зрения спекулятивного мотива, рост реального курса национальной валюты означает снижение реальной рублевой доходности и увеличение риска потерь по валютным финансовым активам и отрицательный рублевый процент на наличную иностранную валюту, издержки хранения иностранной валюты возрастают. В предположении об адаптивном характере ожиданий значительной части экономических агентов переход на более высокий уровень реального курса национальной валюты означает формирование ожиданий дальнейшего роста реального курса⁴. Такие ожидания приводят к изменению пропорций между рублевой и валютной частью денежной массы в пользу рублевых кассовых остатков. Таким образом, при удорожании национальной валюты наблюдается дедолларизация экономики, перевод

⁴ Данная гипотеза может быть подтверждена процессами замещения валют в российской экономике как в 1995, так и в 1998 годах.

большей части сбережений в национальную валюту. Поскольку для оценки спроса на деньги обычно используются широкие денежные агрегаты, реструктуризация портфелей означает увеличение доли не только депозитов и наличных денег в национальной валюте, но и внутренних финансовых активов (например, номинированных в рублях ценных бумаг), в том числе со стороны иностранных инвесторов.

Таким образом, высокий реальный курс национальной валюты означает, что издержки хранения национальной валюты в наличной форме низки по отношению к хранению наличной иностранной валюты (ситуация аналогичная низкой процентной ставке в традиционных моделях), и спрос на деньги будет расти. Соответственно, низкий реальный курс национальной валюты соответствует высоким процентным ставкам, высоким издержкам хранения национальной валюты в наличной форме и снижению спроса на деньги.

Так как повышение реального обменного курса увеличивает спрос на реальные кассовые остатки, для поддержания спроса на деньги на некотором уровне, соответствующем фиксированному предложению денег, объем национального дохода должен сократиться.

Для более наглядного представления влияния реального курса национальной валюты на движение вдоль кривой LM и ее перемещения рассмотрим изменения отдельных компонентов, определяющих реальный курс (номинальный обменный курс и инфляцию).

Предположим, что цены жесткие, в тоже время номинальный обменный курс рубля растет (например, под влиянием положительного сальдо торгового баланса или притока иностранного капитала). Реальный курс рубля будет также расти, т.е. иностранные товары (либо товары, цены которых номинированы в иностранной валюте) становятся более дешевыми и доступными, хранение наличной иностранной валюты приносит отрицательный процент, равный темпу роста номинального курса рубля. Соответственно, как описано выше, спрос на рублевые кассовые остатки возрастает по всем трем мотивам. Поскольку в данном случае мы не рассматриваем изменения в денежно-кредитной политике, движение происходит вдоль кривой LM, т.е. с ростом номинального и реального курсов снижается объем выпуска.

В обратной ситуации, когда номинальный курс рубля падает (например, благодаря накоплению центральным банком золотовалютных резервов или дополнительному спросу на валютном рынке со стороны министерства финансов для

осуществления выплат по внешнему долгу), реальный курс рубля будет снижаться. Соответственно, по отношению к рублевым кассовым остаткам будет иметь место отрицательный эффект богатства (хотя процент по рублевым активам будет повышаться, достигая в пределе темпов падения номинального курса национальной валюты, основная стоимость рублевого актива снижается), потребление товаров сокращается. Одновременно, в предположении о преимущественно адаптивных ожиданиях экономических агентов, рублевые кассовые активы теряют привлекательность из-за спекулятивного мотива и мотива предосторожности (поскольку агенты для удовлетворения случайных колебаний в потреблении предпочитают держать иностранную валюту), доля иностранной валюты в портфелях увеличивается. Следовательно, спрос на деньги (в национальной валюте) снижается. Так же как и в первом случае движение происходит вдоль кривой LM, т.е. со снижением номинального и реального курсов растет выпуск.

Теперь предположим, что денежные власти поддерживают фиксированный номинальный курс национальной валюты, и изменения реального курса происходят за счет движения цен. В этом случае, поскольку цены экзогенны в модели, мы наблюдаем не движение вдоль кривой LM, а ее сдвиги. В частности, рост цен будет означать снижение реальных кассовых остатков (в предположении, что номинальная денежная масса осталась неизменной), т.е. сдвиг всей кривой LM по направлению к началу координат, несмотря на рост реального курса национальной валюты. Экономическая интерпретация этого результата может быть следующей: экзогенный рост цен снижает реальное богатство экономических агентов, выраженное в обеих валютах, кроме того инфляция увеличивает неопределенность и риск, связанный с изменением покупательной способности национальной валюты, и риск девальвации. Увеличение рисков повышает альтернативную стоимость хранения денег (национальной валюты), аналогично ситуации роста процентной ставки. Таким образом, спрос на реальные кассовые остатки в национальной валюте будет ниже по сравнению с первоначальной ситуацией при любом уровне реального обменного курса (т.е. вдоль новой кривой LM).

В случае экзогенного снижения цен происходит сдвиг кривой LM вправо вверх, спрос на деньги (в национальной валюте) будет выше по сравнению с первоначальной ситуацией при любом уровне реального обменного курса.

Аналогичная ситуация наблюдается в условиях одинакового роста (снижения) цен и номинального обменного курса. Благодаря изменениям в уровне цен кривая LM (при

условии неизменности номинальной денежной массы) сдвигается влево или вправо, и спрос на деньги меняется, несмотря на то что реальный курс остается постоянным.

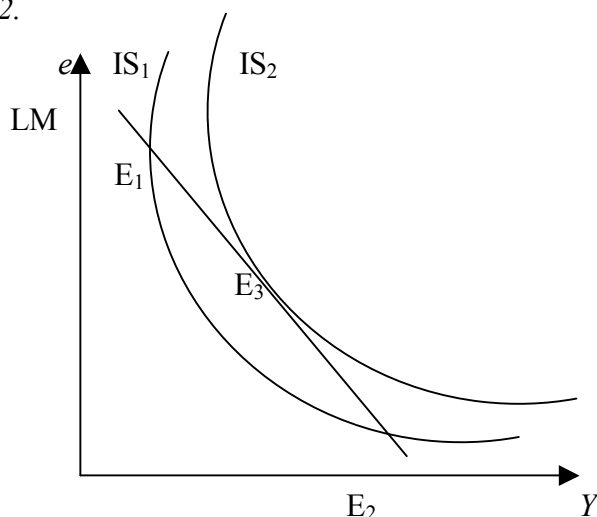
Эмпирическое подтверждение высказанных гипотез на основе данных о российской экономике сильно затруднено, так как информация об изменении структуры спроса на деньги между рублевой и долларовой составляющей касается, в значительной степени, теневого или нерегистрируемого оборота валюты, надежные источники информации отсутствуют. Косвенным фактором, свидетельствующим в пользу этих гипотез, может являться более высокая доля расходов на покупку иностранной валюты в общем объеме расходов населения до августа 1998 года (т.е. когда курс рубля был высок) при снижающейся доле депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов (наблюдения авторов повседневной жизни до и после августовского кризиса 1998 года). В частности, доля расходов населения, идущая на покупку иностранной валюты, превышала 20% в 1997 году, и упала после августовского кризиса до 7–9%⁵. В то же время, доля депозитов населения в иностранной валюте в общем объеме депозитов за период с июня 1995 года по январь 1998 года снизилась с 38% до 22%, но возросла после августовского кризиса до 45%. Процесс дедолларизации экономики России по мере роста реального курса рубля описан в ряде работ Мирового банка и других исследователей (например, Easterly, Wolf (1995); Sahay, Vegh (1995)).

Особенностью нашего варианта модели IS-LM является возможность существования множественного равновесия в краткосрочном периоде. Как показано на рисунке 2, в зависимости от расположения кривой IS возможны три случая равновесия – E_1 и E_2 или E_3 ⁶.

⁵ Данный показатель включает, в том числе, покупку валюты «челноками» для приобретения импортных товаров. Таким образом, он лишь частично отражает объем расходов на покупку валюты с целью сбережения. Падения показателя после августовского кризиса может также быть в значительной мере связано со снижением объема импорта.

⁶ Для простоты изображения и наглядности мы рассматриваем здесь случай линейной функции для кривой LM и функции с постоянной эластичностью для кривой IS. Тем не менее, наши выводы остаются справедливыми и для более общего вида кривых. В случае, если обе кривые являются линейными функциями, на рынке существует только одно равновесие, но интерпретация равновесия будет аналогична приведенной нами в зависимости от соотношения углов наклона обеих кривых.

РИСУНОК 2.



Интерпретация равновесий может быть следующей. Равновесие E_1 , характеризуемое высоким реальным курсом национальной валюты и низким объемом выпуска, соответствует случаю развития экономики за счет внутренних ресурсов (например, добычи и экспорта сырья или использования золотовалютных резервов): высокий реальный курс национальной валюты позволяет удовлетворять внутреннее потребление за счет импорта, тогда как отечественная продукция неконкурентоспособна⁷ (за исключением, может быть сырья). Вероятно, что в этом случае приток капитала в страну будет положительным, так как высокий реальный курс национальной валюты, низкий объем сбережений и неполное использование капитала способствуют повышению ставки процента в экономике.

Равновесие E_2 , напротив, соответствует случаю поддержания и развития отечественного производства за счет низкого реального курса национальной валюты. При этом объем импорта относительно мал (из-за высокой цены импортных товаров), кроме того имеются хорошие страновые преимущества на мировых товарных рынках за счет относительно низких издержек производства.

Равновесие E_3 соответствует ситуации, в которой кривые IS и LM касаются друг друга, и существует только одно значение реального обменного курса, соответствующее равновесию на финансовом рынке и рынке товаров.

Прежде чем перейти к применению данной модели к анализу ситуации в России, рассмотрим сравнительную статику в модели при изменении экономической политики, в частности, последствия шоков бюджетной и денежно-кредитной политики.

⁷ В том числе, на внутреннем рынке.

Важное отличие рассматриваемой модели от традиционного подхода заключается в том, что последствия мер экономической политики будут различными в зависимости от начального состояния экономики, т.е. в каком из равновесий она находится в первый момент.

Для целей дальнейшего исследования несколько упростим модель, убрав из рассмотрения процентную ставку:

$$Y = Y(A, T, G, e)$$

$$\frac{M}{P} = LM(Y, e)$$

Данное допущение сделано на основе предпосылки о том, что в условиях переходной экономики процентные ставки не играют отводимой им в теории экономической роли. Во-первых, в условиях высоких рисков кредитования реального сектора, слабых механизмов информсента и низкого уровня капитализации банковской системы кредитование в значительной степени рационируется, процентная ставка по кредитам не отражает фактические ограничения на заимствования. Во-вторых, доверие к банковской системе низко, процентные ставки по депозитам, преимущественно, отрицательные, ликвидность вкладов как правило низка (существуют ограничения на досрочное изъятие депозитов, отсутствуют чековые счета, хождение пластиковых карточек широко не распространено). Таким образом, процентные ставки не могут в полной мере выступать в качестве альтернативной стоимости хранения наличных средств, в первую очередь, для наличной иностранной валюты.

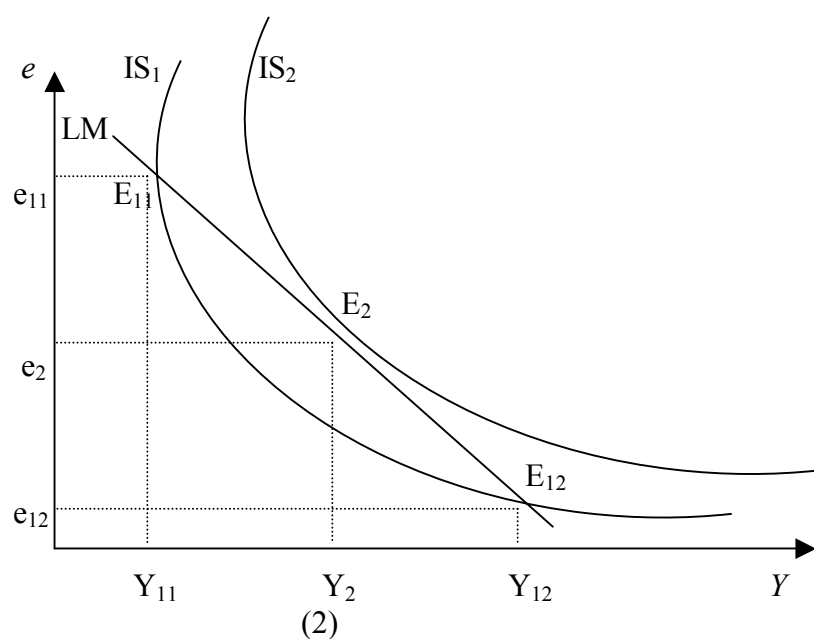
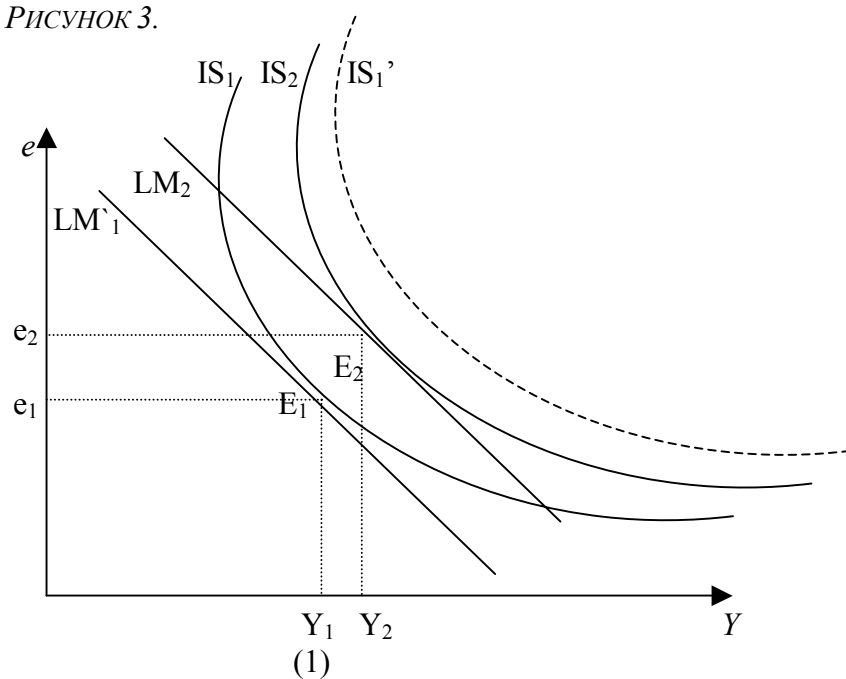
Таким образом, в качестве эндогенных переменных в модели выступают объем выпуска и реальный курс национальной валюты. Экзогенными переменными являются цены⁸, государственные расходы и денежное предложение.

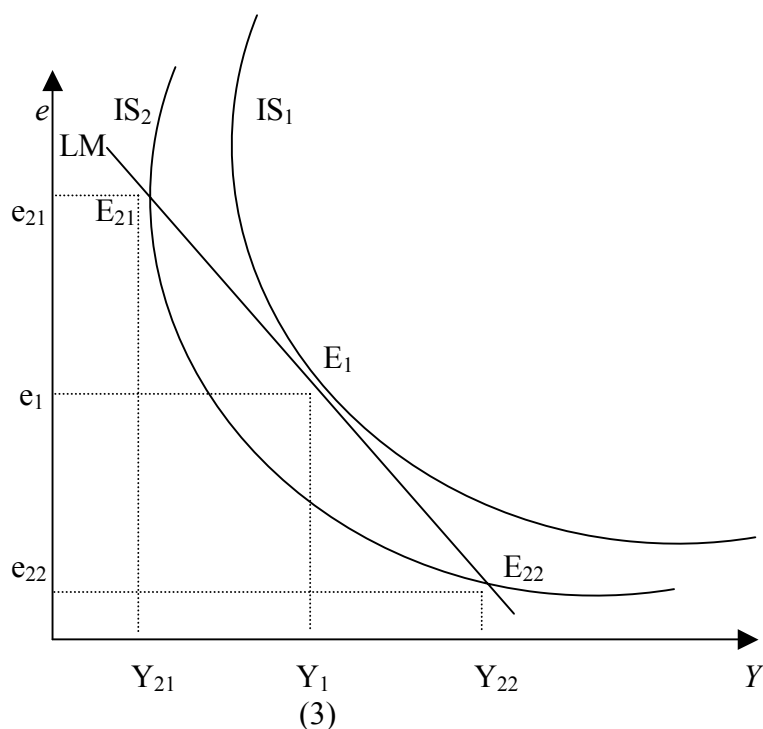
Рассмотрим влияние бюджетной политики. Сначала предположим, что экономика находится в точке единственного равновесия E_1 (рисунок 3.1). В этом случае экспансионистская бюджетная политика, изображаемая сдвигом кривой IS вправо вверх, приведет к образованию разрыва между спросом на реальные кассовые остатки и денежным предложением (кривая IS_1') при любых значениях реального курса. Это соответствует скачку процентных ставок при агрессивной государственной политике заимствования на финансовом рынке, недостатку платежных средств в реальном секторе экономики, т.е. на графике точка пересечения кривых IS и LM будет

⁸ В том числе, в том смысле, что они жесткие.

отсутствовать. Однако со временем кривые начнут двигаться в направлении друг к другу ($IS_1' \rightarrow IS_2$, $LM_1 \rightarrow LM_2$): кривая IS сместится влево вниз из-за сокращения инвестиций, а кривая LM сместится вправо вверх из-за снижения цен, либо роста денежной массы вследствие притока капитала из-за рубежа (при свободном движении капитала). Новое равновесие установится в точке E_2 , характеризующейся более высоким реальным курсом национальной валюты и более высоким объемом выпуска.

РИСУНОК 3.





Если же экономика первоначально находится в одном из состояний множественного равновесия, то последствия бюджетной экспансии будут зависеть от того, из какого равновесия началось движение (см. рисунок 3.2). Предположим, что увеличение государственных расходов таково, что его достаточно для вывода экономики в состояние единственного равновесия⁹. Так, если первоначально экономика находилась в точке E_{11} , то бюджетная экспансия, осуществляемая за счет повышения налогов, вызовет снижение частного потребления и частных инвестиций, а также рост чистого экспорта. Последнее объясняется тем, что при высокой доле импортных товаров на внутреннем рынке, снижение потребления означает сокращение спроса на импорт. Следовательно, объем выпуска будет расти (точка E_2).

Повышение налогов также означает сокращение чистой (после налогообложения) нормы прибыли в экономике. Соответственно, инвестиционная привлекательность экономики будет низка и реальный курс национальной валюты снизится из-за оттока капитала из страны.

Если экономика находится в точке E_{12} , где доля импорта на внутреннем рынке низка, рост государственных расходов, осуществляемый за счет повышения налогов, ударит через снижение потребления, в большей степени, по спросу на отечественные

⁹ Если рост государственных расходов недостаточен, то рассуждения и движения из начальных равновесий аналогичны, но в конце перехода снова возможны два равновесия.

товары. Следствием этого станут снижение объема выпуска и рост реального курса национальной валюты.

Наконец, в случае сокращения государственных расходов в единственном равновесном состоянии¹⁰ (рисунок 3.3, точка E_1), конечный пункт траектории может быть двояким, и зависит он от восприятия экономическими агентами принимаемых правительством мер¹¹, то есть на сколько эти меры серьезны. Если экономические агенты рассматривают ужесточение бюджетной политики как временную меру, то большая часть дополнительного дохода, оставшегося в их распоряжении после снижения налогов, будет потрачена на текущее потребление, в первую очередь, на потребление иностранных товаров. Так как прирост частных сбережений не компенсирует падения бюджетных ресурсов для государственных инвестиций, суммарный объем инвестиций в экономике сократится. Таким образом, ужесточение фискальной политики, воспринимаемое экономическими агентами как временное, ведет к снижению выпуска при повышающемся реальном курсе национальной валюты. Экономика перемещается в точку E_{21} .

В случае, если экономические агенты верят в долгосрочность принятых мер по снижению фискальной нагрузки, их эффект будет другим. Во-первых, большая часть дополнительно располагаемых доходов будет направлена на сбережения, предложение инвестиционных ресурсов увеличится, снижая ставку процента. Последнее, в свою очередь, вызовет рост частных инвестиций в экономике, отток иностранного капитала и снижение спроса на национальную валюту на валютном рынке, увеличение экспорта (из-за снижения издержек производства). Таким образом, экономика переместится в точку E_{22} , характеризуемую высоким объемом выпуска и низким реальным курсом национальной валюты.

Аналогичные рассуждения могут быть применены к анализу последствий ограничительной и экспансионистской денежно-кредитной политики (мы опускаем их в целях экономии места). В таблице 1 представлены конечные эффекты шоков экономической политики, в зависимости от начального состояния экономики.

¹⁰ Случай ужесточения бюджетной политики при нахождении экономики в одном из множественных равновесных состояний менее интересен, так как в экономике снова возможно множественное равновесие.

¹¹ Гипотеза о различной реакции экономических агентов на ужесточение фискальной политики в зависимости от восприятия ими долгосрочности предпринимаемых мер находит подтверждение в исследовании МВФ (IMF, 1995).

Необходимо отметить, что в неравновесных состояниях ужесточение бюджетной политики или денежно-кредитная экспансия могут вести в любое из двух новых неустойчивых равновесных состояний, в зависимости от субъективных факторов, неучитываемых в модели (институциональные условия, изменения предпочтений, конъюнктуры и т.д.)

ТАБЛИЦА 1.

Начальное состояние и меры	Y	e
Единственное равновесие		
Рост государственных расходов	↑	↑
Сокращение государственных расходов		
- временное	↓	↑
- постоянное	↑	↓
Денежно-кредитная экспансия		
- временная	↓	↑
- постоянная	↑	↓
Денежно-кредитная рестрикция	↓	↓
«Верхнее» множественное равновесие		
Рост государственных расходов	↑	↓
Сокращение государственных расходов	?	?
Денежно-кредитная экспансия	?	?
Денежно-кредитная рестрикция	↑	↓
«Нижнее» множественное равновесие		
Рост государственных расходов	↓	↑
Сокращение государственных расходов	?	?
Денежно-кредитная экспансия	?	?
Денежно-кредитная рестрикция	↓	↑

§2. Динамика российской экономики в 1995–2000 годах с точки зрения модели IS-LM

Теперь мы попытаемся проанализировать развитие ситуации в экономике России в 1995–2000 годах, а также возможные перспективы денежно-кредитной политики в краткосрочной перспективе в терминах, предложенной нами теоретической модели открытой экономики.

В начальный момент (1995 год, введение валютного коридора) экономика находилась в точке равновесия E_0 (рисунок 4), характеризуемой реальным курсом рубля e_0 и уровнем выпуска Y_0 . Введение валютного коридора, отрицательная рублевая доходность на валютные активы, распространение неденежных форм расчета и неплатежей, развитие рынка государственных ценных бумаг инициировали сдвиг кривой IS из положения IS_0 в IS_1 . Механизм сокращения совокупного спроса в экономике работал через - сокращение инвестиций (в реальном секторе, в том числе за счет инвестиций на рынке ГКО-ОФЗ); снижение объема государственных расходов (в реальном выражении, за счет сокращения избыточных обязательств государства и низкой собираемости налогов); уменьшение чистого экспорта (как за счет роста импорта, так и в результате снижения экспорта при падении цен на нефть и газ).

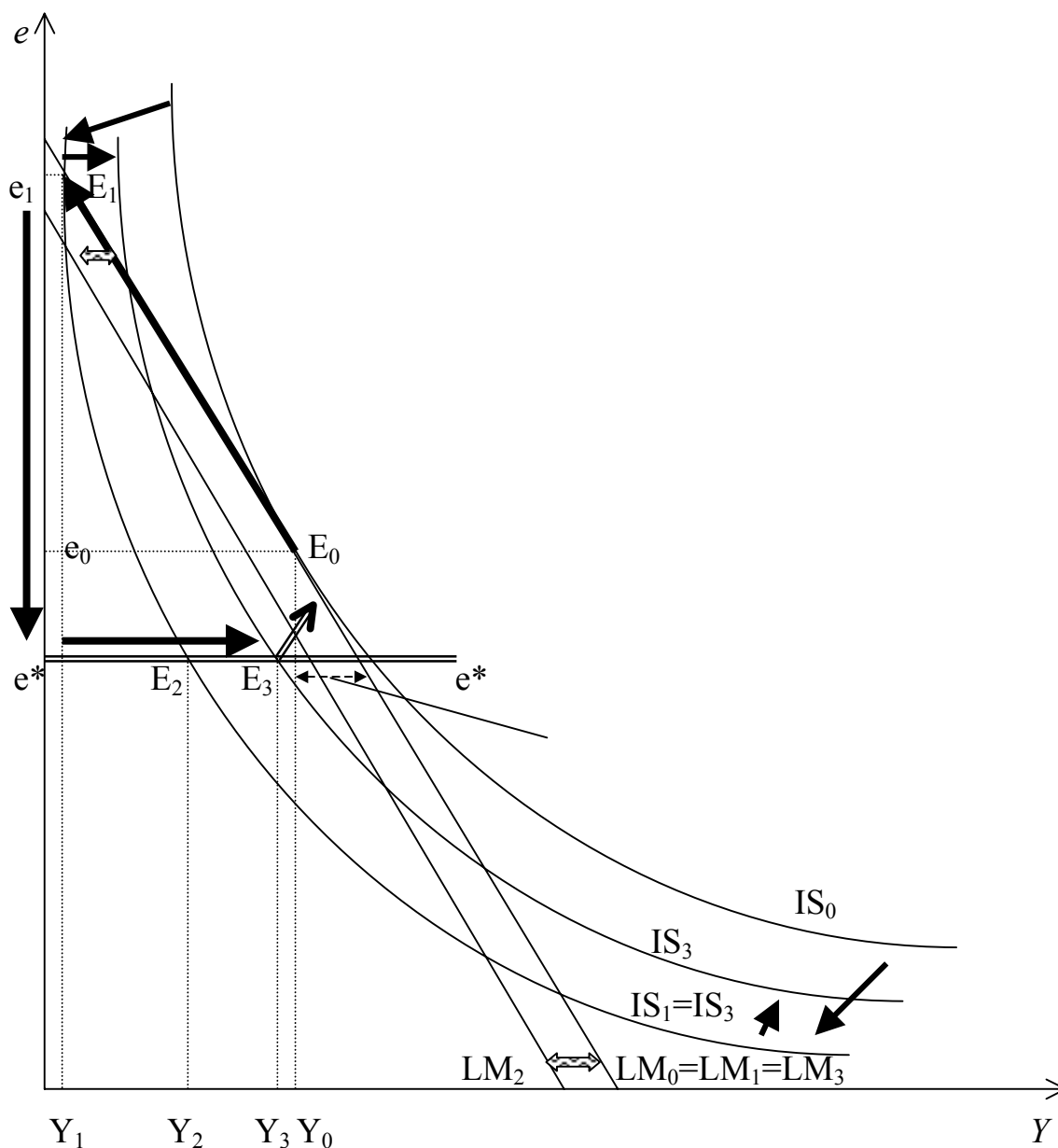
Реальная денежная масса не сокращалась (мы принимаем это положение для упрощения графической интерпретации, в действительности она росла) и в нашей модели это соответствует перемещению вдоль LM_0 к точке верхнего равновесия E_1 .

Новое положение экономики (достигнутое к 1998 году) характеризовалось значительно более высоким реальным курсом рубля e_1 и низким объемом выпуска Y_1 . Однако из-за переоценки курса рубля в данном равновесии российская экономика оказалась чрезвычайно уязвима к внешним и внутренним шокам.

Угроза дальнейшего сокращения совокупного дохода (при отрицательном чистом экспорте и кризисе государственных финансов) и формирование негативных ожиданий экономических агентов (формирующихся под влиянием политических событий и мирового финансового кризиса) оказались причиной такого шока. Внешние факторы (девальвация рубля в результате спекулятивной атаки на рубль) по отношению к факторам, рассматриваемым в модели, вызвали экзогенное воздействие на реальный курс национальной валюты (это соответствует в нашей модели падению вдоль кривой IS_1 до уровня e^*). Денежно-кредитная политика была в достаточной степени жесткой, и при всплеске инфляции объем реальных кассовых остатков в экономике сократился, кривая LM сместилась из положения LM_0 в положение LM_2 . Равновесие не было достигнуто (т.е. уровень e^* остался выше уровня реального курса, соответствующего нижнему равновесному состоянию), объем выпуска в экономике вырос до Y_2 . В то же время, разрыв между кривыми IS_2 и LM_2 отражает неравновесие на денежном рынке, наличие избыточной ликвидности в экономике при данном уровне реального курса. В условиях свободного перемещения капитала и отсутствия ограничений на вложение в иностранную валюту этот разрыв был ликвидирован за счет наращивания иностранной

позиции банковской системы, продажу избыточной рублевой массы центральному банку в обмен на валюту.

РИСУНОК 4.



В дальнейшем (т.е. на протяжении 1999–2000) года обе кривые смещались вправо вверх. Сдвиг кривой IS в положение IS_3 объясняется увеличением чистого экспорта (благодаря росту цен на нефть и снижению импорта), активизацией инвестиционной деятельности предприятий (инициируемой возросшей прибыльностью и спросом на отечественные товары) и повышением государственных расходов (из-за увеличения доходов бюджета за счет предприятий-экспортеров и повышения собираемости налогов). Смещение кривой LM (как было показано во второй части объем реальных

кассовых остатков вернулся на докризисный уровень, т.е. LM_3 совпадает с LM_0) происходит под действием факторов, подробно рассмотренных во второй части данного исследования (отсутствие возможностей стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке, увеличение доли расчетов «живыми» деньгами, рост прибыльности предприятий-экспортеров и т.д.)

Таким образом, можно заметить, что хотя экономика и перешла в точку E_3 с более высоким объемом выпуска (Y_3), равновесие не было достигнуто. При текущем реальном курсе по-прежнему существует разрыв между равновесными значениями совокупных расходов и реальными кассовыми остатками, т.е. избыточная ликвидность (на графике обозначена как LM^e), процентная ставка крайне низка. Как уже было сказано выше, при свободном движении капитала равновесие могло бы быть достигнуто, например, за счет вложения избыточных денежных средств за границу, где процент выше. Однако ограничения на свободу передвижения капитала препятствуют этому, и избыточная ликвидность продолжает существовать¹².

Анализ текущей ситуации показывает, что в настоящий момент происходит дальнейшее движение вверх вправо (обозначено на рисунке стрелочкой), т.е. увеличение выпуска при некотором реальном удорожании рубля. Для прихода экономики в устойчивое равновесное состояние необходимо достигнуть сближения кривых IS и LM в точке их касания. С точки зрения политики государства в краткосрочной перспективе наибольший интерес представляют возможности денежно-кредитной политики, т.е. влияние на кривую LM ¹³. Далее мы подробнее рассмотрим характер процессов в денежно-кредитной сфере во второй половине 1998 – 2000 гг. и условия, необходимые для достижения равновесия, т.е. каков оптимальный выбор денежно-кредитной политики.

¹² Строго говоря, в ситуации фиксированного или predetermined обменного курса движения кривой LM становятся в модели эндогенными, т.е. кривая LM должна моментально «подстроиться» под равновесный объем выпуска, задаваемый обменным курсом и кривой IS. Наличие избыточной ликвидности в нашем случае отражает, таким образом, наличие определенного рода ригидностей, препятствующих быстрому установлению равновесия и изменению объема денежной массы.

¹³ Эффекты фискальной политики более долгосрочные, и лаг между принятием решений и их реализацией больше, чем у денежно-кредитной политики.

§3. Проблемы денежно-кредитной и валютной политики в России в 1999–2000 годах¹⁴

3.1. Общая характеристика и инфляционные процессы в российской экономике

Финансовый кризис в августе 1998 года оказал сильнейшее дестабилизирующее влияние на денежную сферу в российской экономике. Вслед за девальвацией рубля (к январю 1999 года номинальный курс рубля по отношению к доллару США снизился в 3,3 раза по отношению к 1 августа 1998 года, в том числе за сентябрь 1998 года его падение составило около 103%) произошло резкое усиление инфляционных процессов. Так, если за первые восемь месяцев 1998 года прирост индекса потребительских цен не превышал 8%, то на протяжении четырех последних месяцев этого года средний темп роста потребительских цен достиг 14% в месяц. Всего в 1998 году инфляция составила 84,3%.

Наряду с девальвацией рубля и кризисом государственных финансов летом 1998 года произошло резкое обострение банковского кризиса. Девальвация рубля и замораживание государственного внутреннего долга обострили проблемы российских банков, накопившиеся вследствие системных недостатков, присущих отечественной банковской системе и связанных с государственным протекционизмом, плохим качеством менеджмента, принятием банковской системой на себя высоких валютных рисков и т.д. В августе – сентябре расчетный кризис охватил всю банковскую систему. Затруднились платежи между предприятиями. Снизились налоговые платежи предприятий, задерживающиеся в проблемных банках. Практически прекратил свое существование рынок межбанковских кредитов. Население стало изымать свои вклады из банковских учреждений. За вторую половину 1998 года Центральный банк РФ отозвал лицензии у 77 банков, среди которых Инкомбанк (крупнейший российский частный банк), Промстройбанк РФ, Мосбизнесбанк и ряд других банков, входивших на начало августа 1998 года в первую сотню российских банков по размеру капитала.

Финансовая политика, осуществлявшаяся в ноябре – декабре, и интервенции на валютном рынке, позволили уже в начале года снизить темпы инфляции (ниже 3% в месяц с марта 1999 года) и стабилизировать рубль. Рост налоговых доходов, отказ от

¹⁴ См. также (ИЭПП, 2000).

программы масштабной санации банковской системы позволили уменьшить объем эмиссии, несмотря на то, что внешнее финансирование в части кредитов международных финансовых организаций в 1999 году было получено в объеме порядка 1,2 млрд. долларов (т.е. значительно меньше предполагавшихся 4,5 млрд. долл.).

Денежно-кредитная политика Центрального банка РФ в 1999– 2000 годах была весьма сдержанной, хотя на протяжении всего периода наблюдались ускорения денежного предложения (см. раздел 3.3. «Денежное предложение»), что было связано, преимущественно, с необходимостью дополнительных рублевых интервенций Банка России на валютном рынке с целью накопления валюты, продаваемой или занимаемой Министерству финансов РФ для осуществления платежей по внешнему долгу РФ.

В целом, на протяжении 1999–2000 годов происходила своеобразная стабилизация темпов инфляции в диапазоне от 1% до 2% в месяц (см. рисунок 5). После резкого снижения темпов роста цен в первом квартале 1999 года, к первому кварталу 2000 года темпы прироста индекса потребительских цен устойчиво замедлялись (за исключением сезонного роста цен в январе 2000 года), достигнув в марте 2000 года 0,6% в месяц. Однако в дальнейшем колебания темпов инфляции усилились, что было связано как с нарушением последовательности в денежно-кредитной политике, так и с догоняющим ростом номинальных издержек производства. Последнее обстоятельство было вызвано ростом цен на топливо и повышением тарифов на услуги естественных монополий, а также было усилено тем, что в 1999 году темпы роста цен многих категорий потребительских товаров, общественных услуг и регулируемых тарифов сильно отставали от темпов роста общего индекса потребительских цен, что в свою очередь было вызвано политическими причинами (выборы в Государственную Думу, глав ряда субъектов федерации), и в 2000 году этот разрыв начал сокращаться.

Здесь необходимо отметить, что в условиях отсутствия финансовых рынков лаг между моментом увеличения денежной массы и ускорением роста цен укорачивается.

Если в 1996 – первой половине 1998 года данный лаг составлял до 9 месяцев¹⁵, то в 1999–2000 годах он сократился¹⁶.

РИСУНОК 5.



Источник: Госкомстат РФ.

По итогам 1999 года индекс потребительских цен вырос на 36,7%, что соответствует его среднемесячному приросту на 2,64%. Индекс цен на продовольственные товары увеличился на 35,9%, на непродовольственные товары – на 39,2%, на услуги – на 34,0%. В 2000 году инфляция снизилась до 20,2% (или около 1,55% в месяц). По группам товаров динамика цен в 2000 году значительно отличалась от 1999 года. Наиболее высокими темпами в 2000 году росли цены на услуги – на 33,7%, тогда как прирост индексов цен на продовольственные и непродовольственные товары составил, соответственно, 17,9% и 18,5%. Прирост индекса цен производителей в 1999 году составил 67%, а в 2000 году – 31,7%.

¹⁵ См. отчет по теме «Проблемы моделирования финансовых показателей: цены, обменный курс, процентные ставки, фондовый индекс в российской экономике» в рамках первого этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

¹⁶ Мы не располагаем точными оценками лага в послекризисный период, поскольку количество наблюдения пока мало для применения статистических методов. Однако, по нашим оценкам, в 1999–2000 годах он составлял 2–4 месяца.

3.2. Цели и инструменты денежно-кредитной политики

Прокоммунистическое правительство, возглавляемое Е.Примаковым, пришедшее к власти в сентябре 1998 года, вызвало ожидание серьезных изменений в макроэкономической политике. Предполагать инфляционный вариант развития событий можно было на основе многочисленных выступлений видных членов правительства с призывами к усилению вмешательства государства в экономику, компенсации потерь населения от кризиса осени 1998, государственной поддержки банковской системы. Казалось, правительство было готово пойти на открытую конфронтацию с международными финансовыми организациями и иностранными кредиторами.

Однако на практике правительство Е. Примакова проявило необходимую осторожность и, несмотря на давление коммунистов, обеспечило не только принятие, но и реализацию жесткого бюджета на 1999 год при проведении сдержанной денежной политики. Проводимая политика явила собой смесь прокоммунистической риторики и «прагматического либерализма». Еще большей степенью прагматизма можно охарактеризовать политику Правительства РФ, возглавляемого С. Степашиным и В. Путиным.

14 октября 1999 г. на заседании Правительства РФ были рассмотрены Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год, подготовленные Центральным банком России. Согласно этому документу основной целью денежно-кредитной политики на 2000 год должно было стать снижение инфляции при сохранении и возможном ускорении темпов роста ВВП. Банк России подтвердил намерение продолжить реализацию политики плавающего валютного курса. При этом ориентиры планируемых темпов снижения курса рубля или его значения на конец года не были установлены. В документе отмечалось, что динамика курса рубля будет зависеть от целого набора факторов, среди которых наибольшее значение имеет изменение торгового баланса и проблема урегулирования внешней задолженности. По прогнозу Банка России, весьма противоречивое воздействие данных факторов должно было привести, скорее всего, к снижению реального курса рубля.

Среди основных целей политики валютного курса на 2000 год ЦБ РФ определил сглаживание значительных колебаний обменного курса рубля и поддержание золотовалютных резервов на уровне, обеспечивающем доверие к проводимой денежно-кредитной политике и стабильность российской валютно-финансовой системы. Была отмечена необходимость совершенствования действующего механизма обязательного

резервирования и его нормативной базы, расширения объема операций ЦБ РФ на открытом рынке и депозитных операций с коммерческими банками. Процентная политика Банка России в 2000 году планировалась лишь опосредованным способом - с помощью контроля за объемом эмиссии и операциями на открытом рынке, хотя вследствие медленного развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг, данные меры денежно-кредитного регулирования имели ограниченное значение.

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год содержали два базовых сценария развития экономики в 2000 году. Согласно первому (умеренному) сценарию, прирост денежной массы должен был составить 20–28%, инфляция – около 18–22%, а прирост реального ВВП – от 1 до 2%. Второй сценарий (оптимистичный) предполагал существенно более высокие показатели роста реального ВВП (6–10%) при незначительном по сравнению с первым вариантом увеличением прироста денежной массы M_2 (32–38% за год) и инфляцией на уровне 25–28%.

«Замораживание» в августе 1998 года рынка государственных ценных бумаг значительно сузило инструментальные возможности ЦБ РФ, в первую очередь, по управлению ликвидностью в краткосрочном периоде. Фактически, на протяжении всего послекризисного периода Банк России осуществлял операции на открытом рынке лишь в форме рублевых и валютных интервенций на валютном рынке. Общий объем эмитированных облигаций Банка России, обращавшихся на рынке в период с сентября 1998 года по февраль 1999 года, не превысил 26 млрд. рублей (т.е. не более 10% по отношению к широкой денежной базе на конец 1998 года)¹⁷; а объем новых ГКО, выпущенных в 2000 году, составил около 13,2 млрд. рублей (около 2% по отношению к широкой денежной базе на середину 2000 года), в том числе суммарный оборот всех ГКО-ОФЗ на вторичном рынке не превышал 3–5 млрд. рублей. В этих условиях единственным инструментом для стерилизации интервенций в распоряжении ЦБ РФ являлись депозитные операции (см. раздел 3.3 «Денежное предложение»). Другим инструментом стерилизации денежного предложения может быть названо накопление средств на счетах федерального бюджета благодаря профициту федерального бюджета, т.е. изъятие денег из экономики через налоги и неналоговые

¹⁷ Выпуск облигаций ЦБ РФ был приостановлен из-за неурегулированности законодательства.

доходы бюджета¹⁸. За одиннадцать месяцев 2000 года прирост остатков на счетах федерального бюджета превысил 64 млрд. рублей. Таким образом, к началу декабря 2000 года общий объем денег, временно изъятых таким образом из экономики, достиг 103,8 млрд. рублей. Однако в декабре 2000 года остатки на счетах федерального бюджета снизились на 19 млрд. рублей.

12 октября 1999 года Правительство РФ утвердило положение об особенностях эмиссии и регистрации облигаций Банка России. Выпуск данного финансового инструмента должен был дать ЦБ РФ новые возможности управления денежной массой, в частности, возможность стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке. Однако аукционы по их размещению были проведены только один раз 14 декабря 1999 года, но не были признаны состоявшимися из-за отсутствия спроса по приемлемым для эмитента ценам.

Политика резервных требований достаточно активно использовалась Банком России в 1998 и 1999 годах. Так, с целью преодоления кризиса ликвидности после «замораживания» рынка ГКО-ОФЗ в 1998 году ЦБ РФ трижды снижал резервные требования: с 24 августа 1998 года резервные требования по срочным обязательствам и счетам в иностранной валюте были снижены с 11% до 10%, а по вкладам физических лиц – с 8% до 7%. С 1 сентября 1998 года резервные требования для Сбербанка РФ и кредитных организаций, у которых удельный вес вложений в государственные ценные бумаги (ГКО-ОФЗ) в работающих активах составляет 40% и более, были снижены до 5%; а для кредитных организаций, у которых удельный вес вложений в государственные ценные бумаги (ГКО-ОФЗ) в работающих активах составляет менее 40% – до 7,5%. Унификация резервных требований на уровне 5% по всем видам и валютам обязательств была произведена с 1 декабря 1998 года.

В 1999 году политика резервных требований использовалась Банком России с противоположной целью – для уменьшения свободных ликвидных средств у банков. С

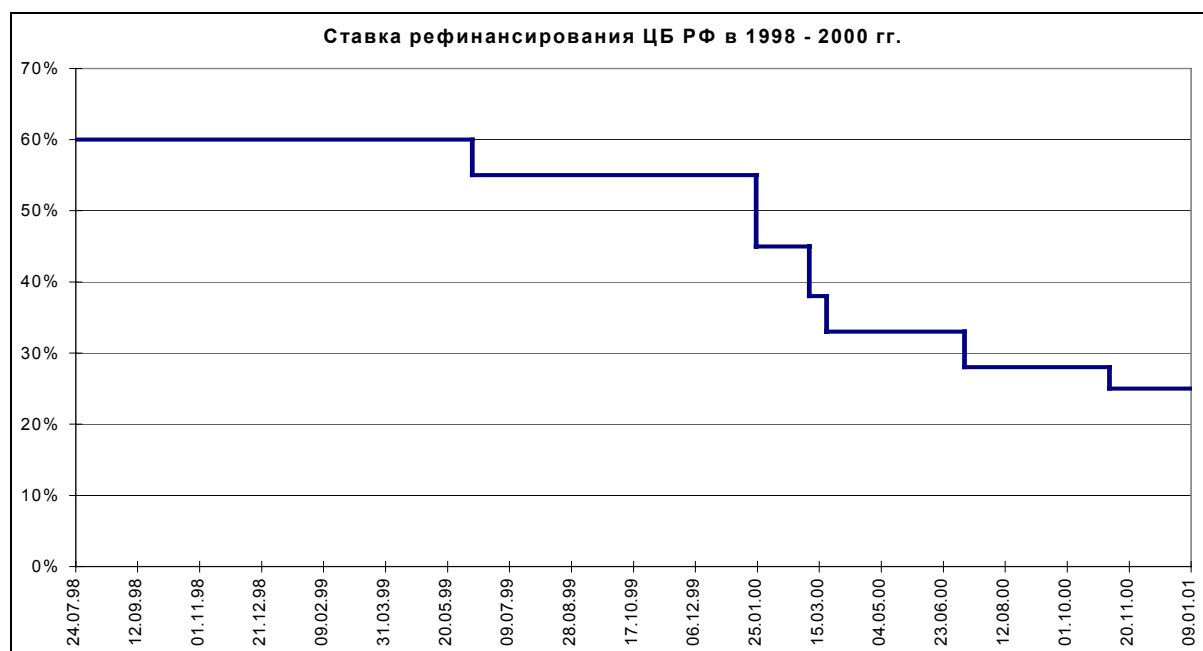
¹⁸ Необходимо отметить, что возможность использования остатков на бюджетных счетах для изменения объема денежной базы является российской спецификой. Например, в США система аккумулирования и использования бюджетных средств устроена таким образом, что увеличение остатков на счетах или расходование средств на отражаются не изменяют денежную базу. В России, поскольку поступления доходов и расходование средств происходит со счетов федерального бюджета (которые не входят в денежную базу) на счета бюджетополучателей в коммерческих банках, через их корреспондентские счета в ЦБ РФ, и обратно, величина широкой денежной базы изменяется при уплате налогов и при осуществлении расходов бюджета.

19 марта 1999 года резервные требования по привлеченным средствам юридических лиц были повышены до 7%, а с 10 июня – до 8,5%. Одновременно с 10 июня 1999 года резервные требования по привлеченным средствам физических лиц были увеличены с 5% до 5,5%. Наиболее значимое повышение резервных требований в целях решения краткосрочной задачи – ослабления атаки на рубль – было предпринято зимой 1999–2000 годов. С 1 января 2000 года норматив обязательных резервов по привлеченным средствам юридических лиц был установлен на уровне 10% , а по привлеченным средствам физических лиц – 7%.

Ставка рефинансирования ЦБ РФ в 1999–2000 году носила еще более символический характер, чем в докризисный период. Прекращение операций и однодневного рефинансирования первичных дилеров лишило ставку рефинансирования признаков уровня платы за пользование заемными ресурсами. Ее роль как ограничителя доходности на вторичных торгах государственными ценными бумагами (предел равнялся двухкратной ставке рефинансирования) имела значение лишь в первые несколько месяцев воссоздания рынка ГКО-ОФЗ. В дальнейшем уровень доходности на рынке был значительно ниже ставки рефинансирования.

На протяжении 1999–2000 годов Банк России неоднократно снижал ставку рефинансирования, опустив ее с 60% до 25% годовых (см. рисунок 6). Однако ее динамика просто следовала за тенденциями в темпах роста индекса потребительских цен и в уровне ставок по межбанковским кредитам и на рынке государственных ценных бумаг. Осенью 2000 года ставка рефинансирования приняла отрицательные значения в реальном исчислении.

РИСУНОК 6.



Источник: Центральный банк РФ.

3.3. Денежное предложение

Динамика и природа денежного предложения в 1999–2000 годах характеризовались рядом особенностей, которые будут нами рассмотрены ниже. К ним относятся:

- Сильное влияние ситуации на валютном рынке и предложения валюты;
- Рост обеспечения денежной базы золотовалютными резервами;
- Изменения в структуре денежной базы и накопление избыточных резервов внутри банковской системы;
- Снижение денежного мультипликатора;
- Рационирование кредита банками;
- Сокращение лага между денежной экспансией и ускорением инфляционных процессов.

Как видно из рисунка 7, на протяжении 1999–2000 годов можно выделить несколько периодов, с различной динамикой предложения денег: январь – март 1999 года – сдержанная антиинфляционная политика; апрель – июнь 1999 года – денежная экспансия; июль – ноябрь 1999 года – ограничительная денежно-кредитная политика; декабрь 1999 – июль 2000 – наращивание денежной базы, и август – декабрь 2000 года – замедление темпов увеличения денежного предложения.

РИСУНОК 7.



Источник: Центральный банк РФ.

Данная непоследовательность в осуществлении денежно-кредитной политики объясняется не только политическими факторами, связанными со сменами Правительства РФ, но и имеет фундаментальные причины. В частности, как мы уже отмечали, ускорение темпов роста денежной базы имеет определенную сезонную цикличность, связанную с неравномерной нагрузкой платежей по внешнему долгу по месяцам года. Весной и осенью, когда Россия выплачивает основную часть платежей по долгу, ЦБ РФ накапливает валюту для кредитования или продажи Министерству финансов РФ, и темпы роста денежной базы увеличиваются. С лагом в три – четыре месяца наблюдается ускорение инфляционных процессов. Кроме того, с осени 1999 года регистрировался максимальный приток валюты от экспортных контрактов. Сохранение 75% нормы обязательной продажи валютной выручки на бирже и отсутствие эффективных инструментов стерилизации привело к быстрому наращиванию денежного предложения в 2000 году.

Как мы уже отмечали, основным источником предложения денег в российской экономике в 1999–2000 годах являлся приток экспортной выручки, трансформирующийся через механизм обязательной продажи 75% выручки на бирже в рубли. Поскольку объем импорта был относительно мал (сальдо торгового баланса в 1999 году составило около 32,3 млрд. долларов, за первые три квартала 2000 года – около 44,5 млрд. долларов США), обязательная продажа валютной выручки означала значительную рублевую эмиссию, которая не компенсировалась покупками валюты

под импортные контракты¹⁹. По нашим оценкам, объем избыточной эмиссии (75% от экспортной выручки за вычетом импорта) достиг 11,1 млрд. долларов в 1999 году и 25,6 млрд. долларов США в первом полугодии 2000 года, т.е. до 1 трлн. рублей). Безусловно, для корректной оценки нестерилизованной эмиссии за счет операций Банка России на валютном рынке необходимо учитывать и движения по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. Однако для оценки эмиссии в первую очередь представляет интерес объем валюты, проданный на бирже в рамках обязательной продажи по экспортным контрактам. Косвенным свидетельством того, что предложение валюты внутри страны значительно превышало спрос на нее с учетом всех внешнеэкономических операций является рост золотовалютных резервов ЦБ РФ.

После валютного кризиса в августе 1998 года, к началу 1999 года официальные золотовалютные резервы РФ составляли около 12,2 млрд. долларов, из которых 36% приходилось на относительно низколиквидный актив – золото. В 1999 году, несмотря на положительное сальдо по счетам текущих операций, из-за оттока средств из страны по счетам капитальных операций, прирост золотовалютных резервов составил лишь 250 млн. долларов, и на 1 января 2000 года они достигли 12,5 млрд. долларов США (минимум – около 10,75 млрд. долларов – в марте 1999 года). Доля золота снизилась до 32%.

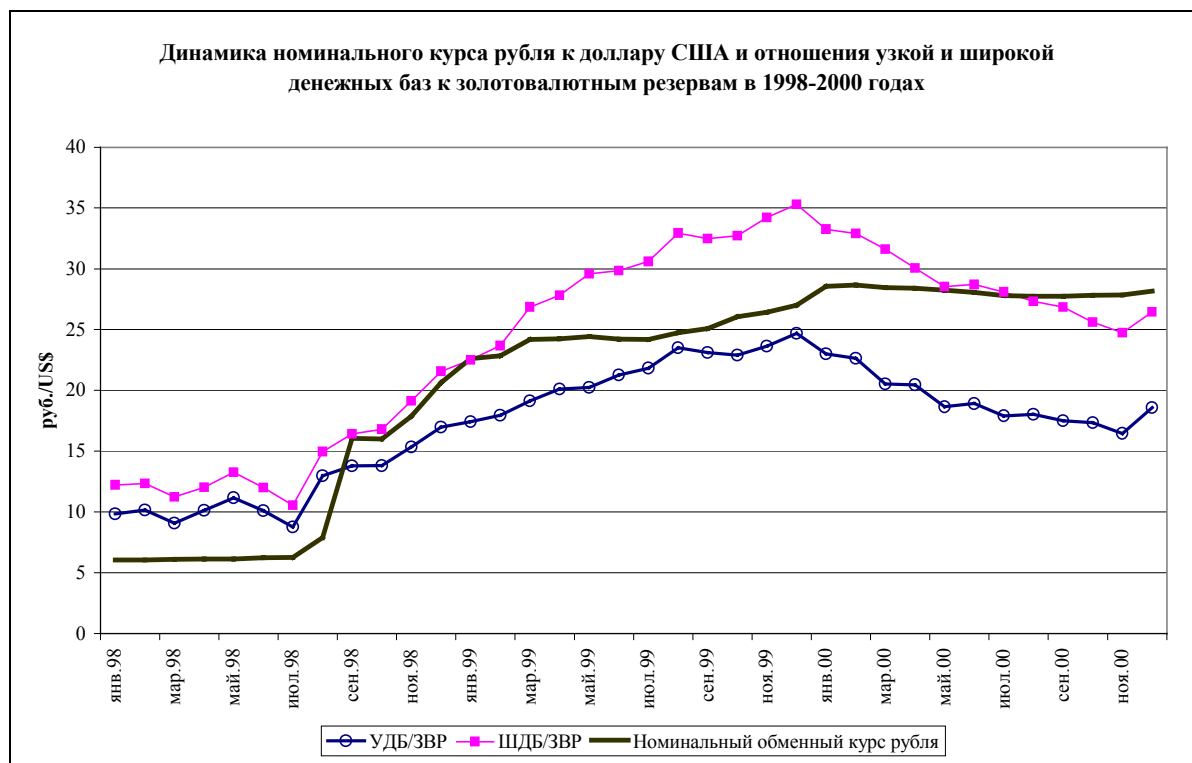
В 2000 году приток иностранной валюты в страну стал еще более интенсивным (в первую очередь, из-за высокого положительного сальдо торгового баланса), и за год золотовалютные резервы увеличились более чем в 2,2 раза, до 27,95 млрд. долларов США. (Что на 3,3 млрд. долларов превышает предыдущий максимальный размер резервов, зафиксированный в июне 1997 года). Доля золота к концу 2000 года снизилась до 13%.

Обеспеченность рубля золотовалютными резервами, характеризующая условную потенциальную возможность выкупа ЦБ РФ всей денежной базы за счет продажи валютных резервов, показана на рисунке 8. Если в 1998 году, до кризиса, условный курс рубля, рассчитанный как отношение денежной базы (узкой или широкой) к золотовалютным резервам, значительно превышал официальный обменный курс, то с

¹⁹ Мы не учитываем здесь покупку экономическими агентами валюты для осуществления прочих текущих и капитальных операций, поскольку к этим случаям не относится требование по приобретению валюты на валютных биржах, и ЦБ РФ, формально, не обязан осуществлять рублевые интервенции. Поэтому мы оцениваем объем эмиссии по результатам только биржевых торгов.

сентября 1998 года ситуация изменилась. Отношение узкой денежной базы к золотовалютным резервам отражало более высокий курс рубля по отношению к доллару, чем официальный обменный курс. С августа 2000 года такое соотношение наблюдается и для отношения широкой денежной базы к золотовалютным резервам.

РИСУНОК 8.

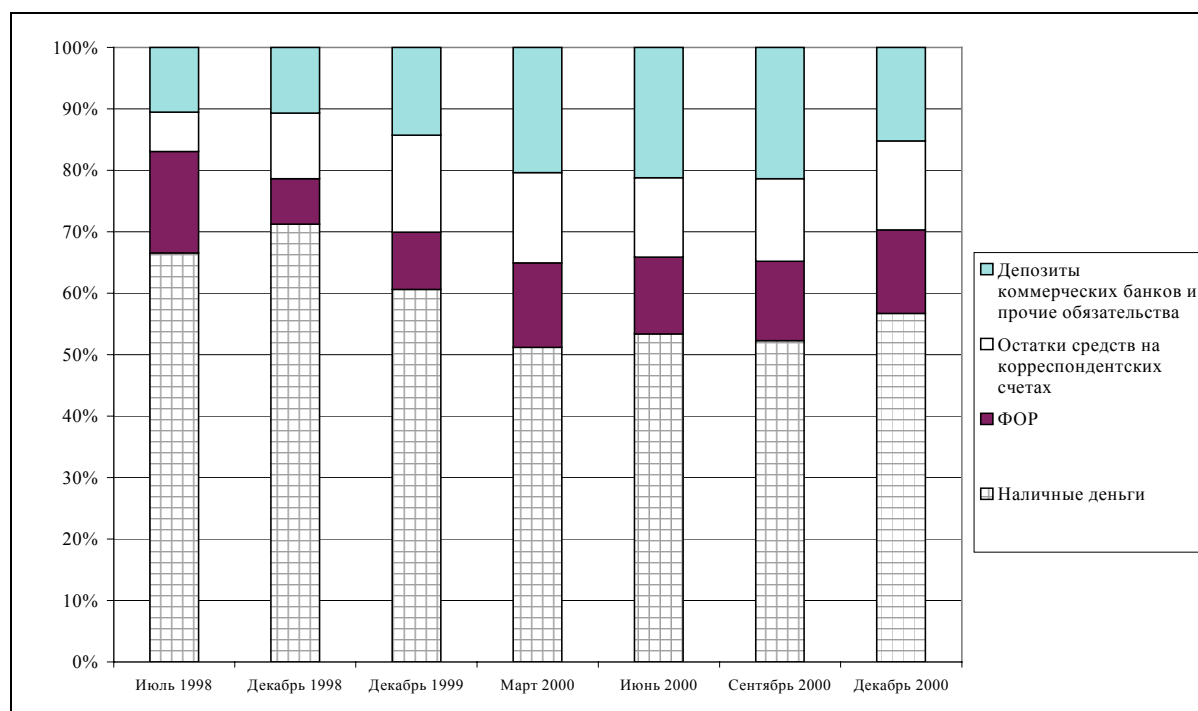


Источник: Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

В целом, за 1999 год узкая денежная база увеличилась на 48,3% (с 207,3 до 307,5 млрд. рублей), широкая денежная база – на 66,8% (с 263,7 до 439,7 млрд. рублей). В 2000 году прирост узкой денежной базы составил 69,0% (с 307,5 до 519,6 млрд. рублей), широкой денежной базы – 68,1% (с 439,7 до 739,2 млрд. рублей). Таким образом, реальный прирост денежной базы за два года достиг 52,5% для агрегата в узком определении и 70,6% для агрегата в широком определении.

Источники роста денежной базы, в частности, более быстрого роста данного агрегата в широком определении, можно определить на основе анализа изменений в структуре широкой денежной базы (см. рисунок 9). Доля наличных денег за 1999–2000 годы снизилась с 71,2% до 52–55%, тогда как доля ФОР выросла с 7,4% до 13,6% (в июле 1998 года – 16,5%), доля остатков на корреспондентских счетах – с 10,7% до 14,5% (в июле 1998 – 6,5%), доля депозитов и прочих обязательств – с 10,7% до 15–20% (в июле 1998 года – 10,5%).

РИСУНОК 9.



Источники: Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

Динамика структуры широкой денежной базы свидетельствует, что в первое время после кризиса произошло резкое сокращение фонда обязательного резервирования (вследствие массового изъятия депозитов из коммерческих банков и снижения нормативов обязательного резервирования). В то же время, увеличилась доля наличных денег в обращении и остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ. В дальнейшем доля наличных денег снизилась и стабилизировалась на уровне несколько выше 50%. По мере восстановления доверия к банковской системе увеличивалась доля ФОР - к концу 2000 года она практически вернулась на докризисный уровень (при более низких нормативах отчислений).

В конце четвертого квартала 2000 года произошло некоторое снижение доли депозитов и прочих обязательств (с 20–21% до 15%) и одновременное повышение доли наличных денег (с 52–53% до 56–57%), что объясняется, по нашему мнению, сезонными факторами, связанными с увеличением спроса на наличные деньги в преддверии новогодних праздников. В октябре и ноябре 2000 года структура денежной базы соответствовала июню – сентябрю 2000 года.

Таким образом, основной формой прироста денежной базы в послекризисный период стали остатки на корреспондентских и депозитных счетах коммерческих банков в Банке России, т.е. свободные ликвидные средства, не используемые банками для проведения доходных активных операций (в том числе, средства для обслуживания

текущих платежей клиентов)²⁰. Суммарная доля данных двух составляющих денежной базы в 1999–2000 годах составляла 30–35%, тогда как в 1997–1998 годах она не превышала 15–20%.

Данная тенденция является следствием нескольких процессов, наблюдаемых в денежной сфере. Во-первых, часть роста остатков на корреспондентских счетах может быть отнесена на необходимость увеличения объема свободных средств, обслуживающих текущие платежи клиентов. С учетом изменения уровня цен за 1998–2000 годы и увеличения доли денежных расчетов между предприятиями и в отношениях с бюджетами всех уровней, объем остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ лишь на немного превышает в реальном выражении уровень первой половины 1998 года²¹.

Во-вторых, отсутствие безрисковых финансовых инструментов, низкая привлекательность существующих финансовых рынков ограничивают возможности коммерческих банков по проведению активных операций. Депозиты в ЦБ РФ в этих условиях замещают, фактически, роль финансовых инвестиций, хотя и приносят низкий процент. В то же время, деньги остаются внутри банковской системы, создавая угрозу атаки на курс национальной валюты при малейшем росте неопределенности и рисков (сдерживаемую только высоким уровнем золотовалютных резервов), но не используются, например, для кредитования реального сектора экономики.

В-третьих, в реальном секторе сохраняются высокие риски при кредитовании предприятий. Фактически, российские коммерческие банки по-прежнему не выполняют роль создания денег в экономике, рационалируют кредит. Данный процесс может быть наглядно показан на основе динамики денежного мультипликатора, рассчитанного на основе отношения M_2 к широкой денежной базе (резервным деньгам, см. рисунок 10).

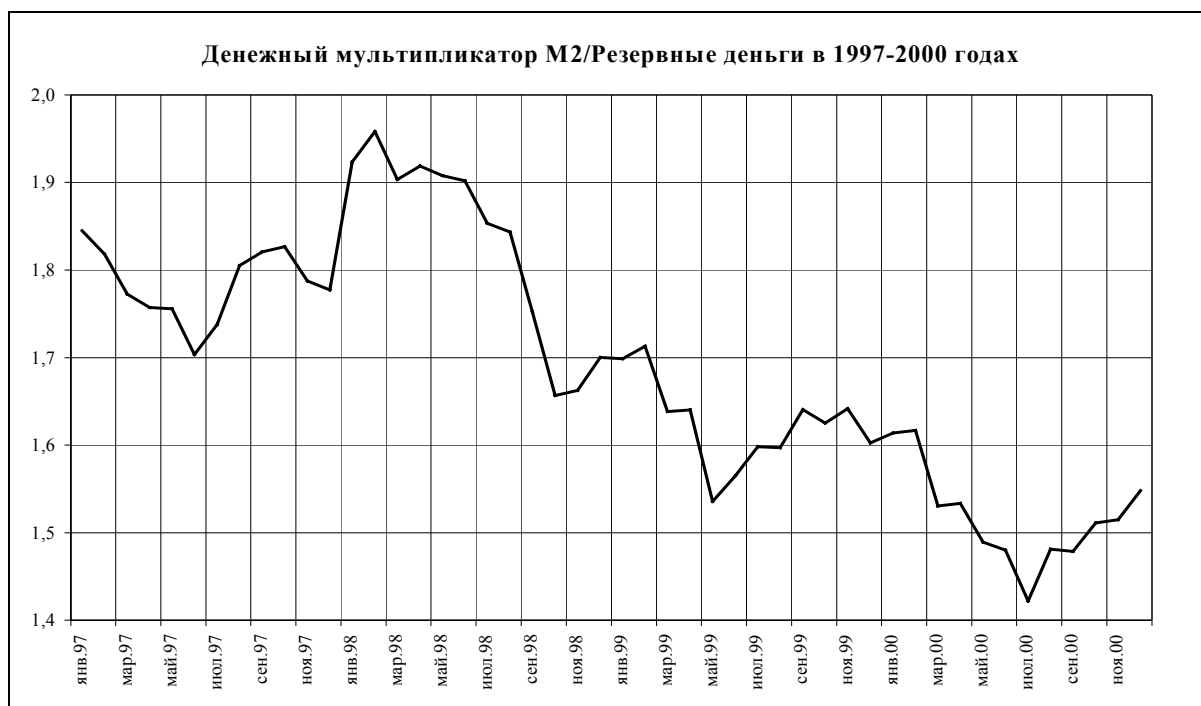
Снижение денежного мультипликатора началось еще до кризиса, в марте 1998 года, и данная тенденция сохранилась на протяжении 1999–2000 годов. Так, в 2000 году мультипликатор резервных денег опустился до 1,4–1,5 (против 1,95 в феврале 1998 года и 1,75 в сентябре 1998 года). Это свидетельствует о том, что отношение российских коммерческих банков к реальному сектору не изменилось, несмотря на очевидный рост производства и повышение рентабельности предприятий. В экономике сохраняется

²⁰ Депозитные операции с ЦБ РФ также отнесены в категорию недоходных операций, так как процент по ним установлен на уровне ниже рыночного.

²¹ Данная точка зрения отражена, в частности, в БЭА (2000).

жесткое rationирование кредита, и в отсутствии финансовых рынков важной сферой деятельности коммерческих банков стало кредитование государства на всех уровнях власти (см. раздел 3.6 «Банковская система»). Необходимо отметить, что во второй половине 2000 года наблюдается некоторый рост денежного мультипликатора (с 1,4 до 1,55), однако, период наблюдения пока мал, чтобы говорить о переломе тенденции.

РИСУНОК 10.



Источники: Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

Таким образом, можно говорить о своеобразной «загадке» российской экономики, заключающейся в устойчивом падении денежного мультипликатора в послекризисный период, при снижении рисков в экономике, стабилизации инфляции и обменного курса национальной валюты.

Как показано выше, основной причиной дальнейшего падения денежного мультипликатора является увеличение объема избыточных (сверх фонда обязательного резервирования) резервов на счетах в ЦБ РФ. Однако говорить о возможности сокращения денежной базы (в широком смысле) за счет предоставления банкам возможностей инвестирования в какие-либо активы (кредитование, ценные бумаги) неверно. Банковская система в целом не может изменить объем широкой денежной базы, кроме как за счет операций с центральным банком (в настоящих условиях — за счет атаки на рубль и выкупа части золотовалютных резервов Банка России). Расширение возможностей активных операций может лишь изменить структуру широкой денежной базы за счет перевода части неиспользуемых резервов (остатки на

корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ) в фонд обязательного резервирования и наличную форму.

Примечательно, что при сохранении доли наличных денег в широких денежных агрегатах на уровне конца 1998 года денежный мультипликатор должен был бы упасть еще ниже.

К настоящему времени, у нас нет однозначного объяснения данной «загадке». В качестве возможных объяснений дальнейшего падения мультипликатора могут быть названы, во-первых, сокращение операций на финансовых рынках (рынок государственных ценных бумаг, межбанковский рынок); во-вторых, отсутствие операций Банка России на открытом рынке (на рынке ГКО-ОФЗ), что не позволяет уменьшить совокупные избыточные резервы за счет покупки ценных бумаг у центрального банка. В-третьих, сокращение краткосрочного кредитования реального сектора, поскольку потребность в краткосрочных кредитах под оборотные средства, импортные и торговые операции упала вследствие увеличения объема собственных средств предприятий (см. раздел 3.4 «Спрос на деньги») и сокращения импорта. В то же время, из-за неэффективной системы энфорсмента и низкой финансовой дисциплины долгосрочное кредитование несет чрезвычайно высокие риски, и ситуация в данной области не изменилась.

Отсутствие реально действующих процентных ставок в экономике и рационализирование кредита означали отсутствие процентного и кредитного каналов денежной трансмиссии в экономике²². Ситуация в реальном секторе экономики фактически не реагировала на снижение номинальных и реальных процентных ставок, доступность банковского кредита для предприятий низка. Единственным работающим механизмом денежной трансмиссии являлся курсовой канал, связанный с притоком денег в страну на счета предприятий-экспортеров и их продажу (в первую очередь, обязательную часть) на внутреннем валютном рынке Банку России.

Расширение денежного предложения за счет покупки центральным банком валюты, оказывает, скорее, негативное воздействие на реальный сектор экономики. Денежная экспансия вызывает ускорение инфляционных процессов. В ситуации когда номинальный курс рубля сохраняется постоянным за счет высокого предложения

²² Аналогичная ситуация наблюдалась во многих странах, испытавших «кризисы-близнецы» — валютный и банковский (см. Garcia-Herrero (1997)).

валюты на рынке, рост внутренних цен ведет к росту реального курса рубля и, соответственно, – к снижению чистого экспорта.

3.4. Спрос на деньги

Одним из важнейших, после оживления экономической активности положительным последствием девальвации рубля в августе 1998 года стало увеличение объемов денежных средств у предприятий, сокращение масштабов неплатежей и снижение доли сделок, обслуживаемых с помощью неденежных форм расчетов. Рост объема оборотных средств в реальном секторе экономики и прохождение денег по всей производственной цепочке обеспечили спрос на продукцию на каждой стадии производства и, таким образом, произошло увеличение агрегированного спроса в экономике в целом.

Источником данного процесса стали предприятия-экспортеры – благодаря росту объемов прибыли, и импортозамещающие производства, улучшившие свое финансовое положение за счет увеличения внутреннего спроса на их продукцию. Впоследствии значительную роль стало играть то обстоятельство, что уровень налоговых поступлений обеспечил большую наполняемость бюджета и исполнение расходных статей в объеме, определенном в законе о бюджете. Отсутствие нарастающей задолженности бюджета экономическим агентам является серьезным фактором, сокращающим масштабы неплатежей в экономике²³.

Начиная с конца 1998 года объем взаимной кредиторской и дебиторской задолженности предприятий в реальном исчислении устойчиво снижался. Таким образом, абсолютный объем номинальных неплатежей возрастал медленнее инфляции. За 1999 год реальный прирост просроченной кредиторской задолженности составил минус 19,3%, а за десять месяцев 2000 года – близок нулю; на протяжении многих месяцев в 1999–2000 годах приросты просроченной кредиторской задолженности были отрицательными. Увеличение платежеспособного спроса и снижение бартера в расчетах между предприятиями подтверждается данными опросов предприятий, ежемесячно проводимых в ИЭПП²⁴. С февраля 1999 года стал положительным баланс ответов по изменению объемов производства, а с марта 1999 – баланс ответов по

²³ См. отчет по теме «Проблема неплатежей в российской экономике» в рамках второго этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

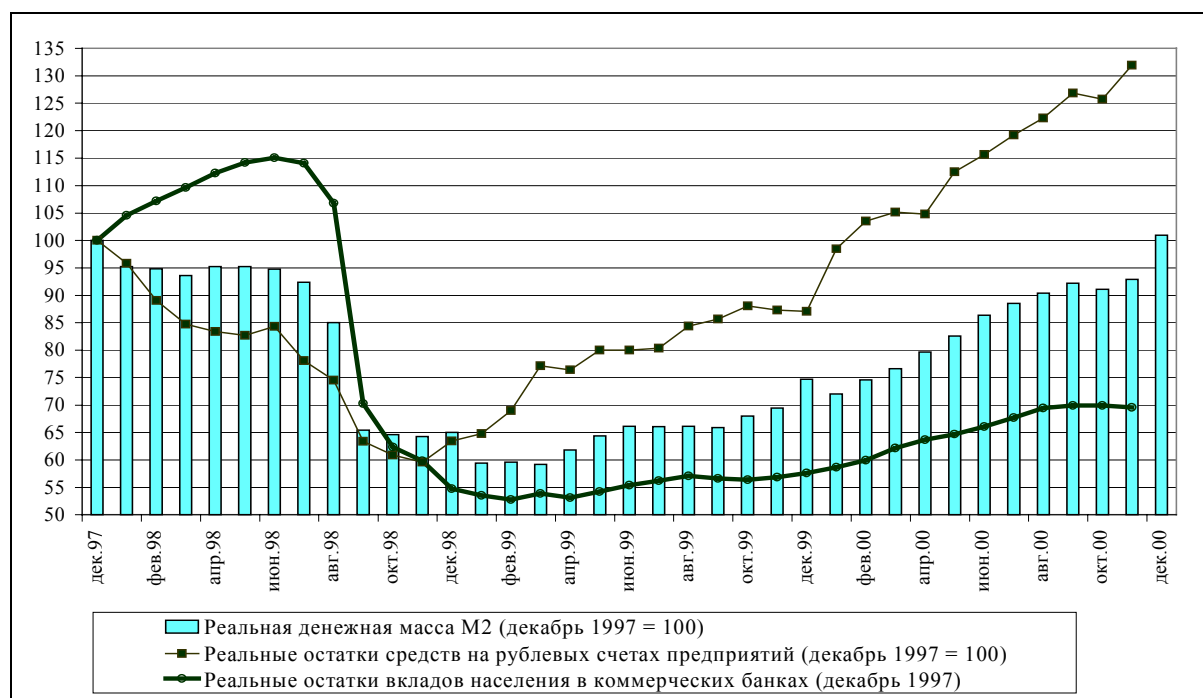
²⁴ См. ежемесячные обзоры ИЭПП «Экономико-политическая ситуация в России», раздел, подготавливаемый С.Цухло.

изменению платежеспособного спроса. Данные опросов также показывают, что одновременно наблюдалось снижение бартерного спроса (баланс ответов отрицательный с апреля 1999 года). На протяжении 1999 – 2000 годов устойчиво увеличивался положительный баланс ответов на вопросы касающиеся желания и готовности предприятий отказаться от неденежных форм и бартера во взаимозачетах.

Снижение неплатежей и неденежных форм расчетов проходило в условиях роста реальных кассовых остатков. С одной стороны, расширение реальной денежной массы означает рост ликвидности, что способствует проведению расчетов. С другой стороны, рост денежных расчетов подразумевает рост спроса на реальные кассовые остатки и, соответственно, увеличение реальной денежной массы. При этом на неплатежи непосредственно влияет не весь объем реальной денежной массы, а реальные кассовые остатки предприятий. На рисунке 11 видно, что прирост реальных остатков на рублевых счетах предприятий за период с ноября 1998 года по декабрь 1999 года составил почти 50%, а за январь – ноябрь 2000 года 51,5%. Кроме того, практическое отсутствие в послекризисный период финансовых инструментов, приносящих доход, вызвало (наряду с низкой инфляцией) снижение альтернативной стоимости хранения денег, что приводило к снижению стимулов накопления неплатежей.

Денежная масса M_1 увеличилась на 53,7% (в реальном выражении – на 12,4%) в 1999 году и на 66,9% в 2000 году (на 38,9% в реальном выражении). Денежная масса M_2 продемонстрировала рост на 57,2% (на 15,0% в реальном выражении) в 1999 году и на 62,4% в 2000 году (35,1% в реальном выражении). Объем широких денег вырос на 56,7% в 1999 году (на 14,6% в реальном выражении) и на 58,4% в 2000 году (на 31,8% в реальном выражении). Таким образом, с учетом отставания дефлятора ВВП от индекса потребительских цен, уровень монетизации ВВП (по агрегату M_2) в 1999 году составил 15,50%, что являлось наивысшим показателем со времени либерализации цен. Во втором – третьем кварталах 2000 года монетизация ВВП достигла 15,75–15,90%.

РИСУНОК 11.



Источник: Госкомстат РФ, Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

Как видно из рисунка 11, основным компонентом роста спроса на деньги является рост остатков на рублевых счетах предприятий. К концу ноября 2000 года их объем в реальном выражении составил около 132% от уровня декабря 1997 года, при этом по отношению к точке минимума (ноябрь 1998 года) наблюдался более чем двухкратный рост. В то же время, реальный объем вкладов населения в коммерческих банках остается значительно ниже докризисного уровня. Так, остатки рублевых вкладов населения в ноябре 2000 года составляли лишь 70% от уровня декабря 1997 года и около 60,5% от максимального значения (июнь 1998 года). Тем не менее, к концу 2000 года реальная денежная масса M_2 достигла уровня в 101% от декабря 1997 года²⁵.

Необходимо отметить, что в конце 1999 года и в 2000 году произошло снижение спроса на наличные деньги: если в первые месяцы после кризиса доля M_0 в M_2 составляла до 44% (в октябре 1998 года), то во второй половине 2000 года она стабилизировалась на уровне 33–35%, что соответствует ситуации, наблюдавшейся в 1996–1997 годах. В то же время, доля рублевых платежных средств в экономике

²⁵ Расхождение данного факта с достигнутым максимальным уровнем монетизации ВВП объясняется различием в величинах дефлятора ВВП и индекса потребительских цен, по которому производилось дефлирование реальной денежной массы. Несмотря на рост ВВП (на 3,2% в 1999 году и на 7–7,5% в 2000 году), накопленный с августа 1998 года прирост индекса потребительских цен значительно превышает накопленный прирост дефлятора ВВП.

сохраняется на значительно более низком уровне, чем в докризисный период. На протяжении всего периода с сентября 1998 года по ноябрь 2000 года доля рублевой денежной массы M_2 в широких деньгах (M_2 плюс остатки на валютных счетах и валютные депозиты) колеблется около 70%, тогда как в 1997 и 1998 годах она превышала 80%. Данный факт отражает сохранение высокой степени долларизации экономики, несмотря на то, что реальная доходность по наличной валюте отрицательна (см. раздел 3.5 «Динамика обменного курса рубля»).

3.5. Динамика обменного курса рубля

Анализ курсовой политики Правительства и Центрального банка РФ в 1999–2000 годах требует учета ряда факторов, имевших различное влияние на динамику как номинального, так и реального курсов рубля.

Во-первых, скачок темпов роста потребительских цен осенью 1998 года и последующее повышение уровня инфляции в конце 1998 – начале 1999 годов вновь повысили актуальность антиинфляционных мер Правительства. Низкий темп обесценения курса рубля на валютном рынке выступал в данном случае в качестве необходимого, однако, не достаточного условия сдерживания темпов инфляции.

Во-вторых, положительное сальдо торгового баланса обеспечивало устойчивое превышение предложения валюты над спросом, что оказывало ревальвационное давление на курс рубля. Крупные рублевые интервенции Банка России, необходимые для накопления золотовалютных резервов и приобретения валюты для осуществления платежей по внешнему долгу, хотя и способствовали плавному снижению курса рубля, имели инфляционный эффект (см. раздел 3.1 «Общая характеристика и инфляционные процессы в российской экономике»). Таким образом, образовывался замкнутый круг, ведущий к реальному удорожанию рубля: рублевая эмиссия с целью недопущения номинального удорожания – ускорение инфляционных процессов при относительно стабильном курсе – реальное удорожание российской валюты.

В-третьих, с одной стороны, отсутствие на российских финансовых рынках достаточного объема привлекательных рублевых инструментов определило, повышенный спрос коммерческих банков на твердую валюту. С другой стороны, наличие механизмов, сдерживающих вложения банков в валюту (например, повышение размера отчислений в фонд обязательного резервирования по депозитам в валюте и существование лимитов на открытую валютную позицию коммерческих банков),

привели к накоплению рублевых средств в виде остатков коммерческих банков на корреспондентских счетах в ЦБ РФ.

В-четвертых, большое число политических событий, пришедшихся на 1999 год, определило высокую спекулятивную активность игроков на валютном рынке. В течение двух смен кабинетов министров, а также в преддверии выборов в Государственную Думу, на валютном рынке наблюдалась повышенная волатильность котировок на фоне увеличившегося объема торгов.

Рисунок 12 показывает, что в динамике обменного курса на протяжении 1999–2000 годов можно выделить несколько периодов. Непосредственно после кризиса, с августа по ноябрь 1998 года, наблюдались значительные колебания курса рубля, вызванные неустойчивостью ожиданий экономических агентов, дефицитом валюты и неспособностью Банка России контролировать рынок. С ноября 1998 года по февраль 1999 года курс рубля падал, достигнув нового уровня, обеспечивающего некоторое равновесие между спросом и предложением на валютном рынке. На протяжении практически всего 1999 года происходило последовательное снижение номинального курса рубля, при этом его краткосрочная динамика приобрела пилообразную форму – за падением курса следовало некоторое повышение до уровня, ниже первоначального, после чего происходило новое падение. В этот период рынок был фактически разделен, взаимосвязь между торгами на утренней и дневной торговых сессиях происходила лишь в динамике²⁶. В конце 1999 года большинство ограничений на участие и возможности арбитража между обеими сессиями были сняты, и после нового резкого падения в январе 2000 года курс рубля стабилизировался. В первой половине 2000 года наблюдалось даже некоторое укрепление номинального курса рубля к доллару, после чего он установился на уровне несколько ниже 28 рублей за доллар.

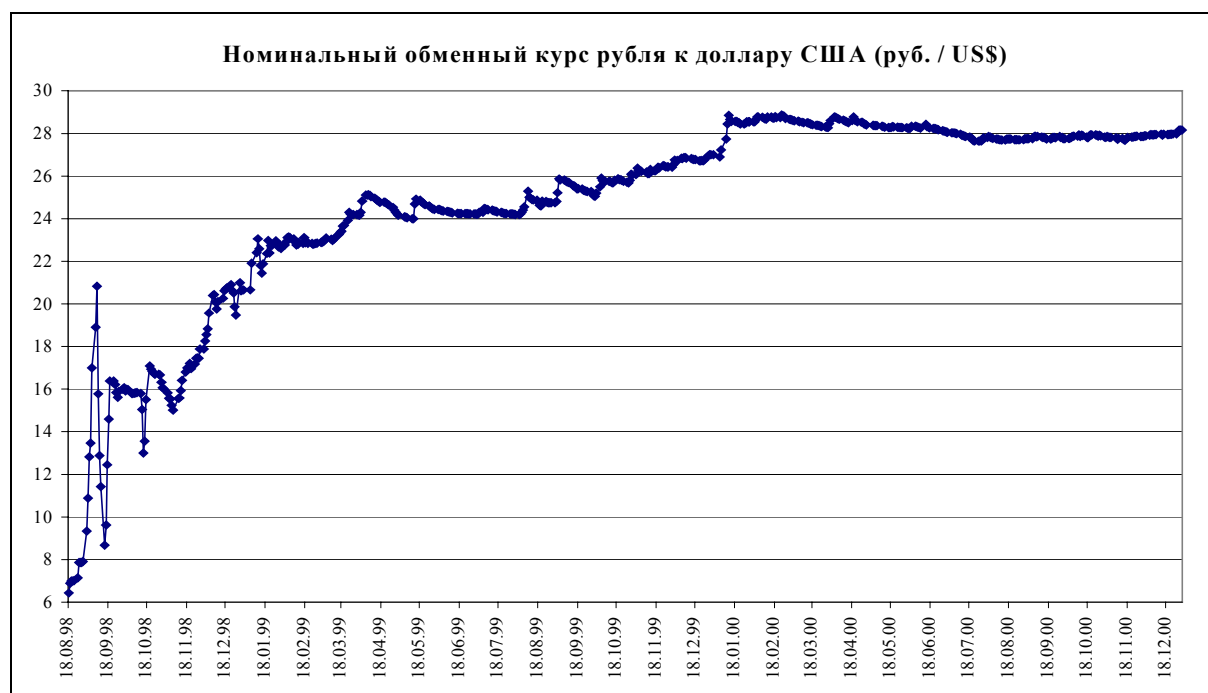
Обычно после столь серьезного валютного кризиса, как это было в августе – сентябре 1998 года, происходит достаточно быстрое повышение реального курса национальной валюты за счет увеличения сальдо торгового баланса²⁷. Однако в России

²⁶ Анализ функционирования двухсессионного валютного рынка в России в 1999 году см. в отчете по теме «Анализ макроэкономических и институциональных проблем финансового кризиса в России. Взаимодействие финансовых показателей и некоторых характеристик реального сектора. Разработка программы мер, направленных на его преодоление и осуществление финансовой стабилизации» в рамках второго этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

²⁷ См., например, Eichengreen, B., A. Rose, C. Wyplosz (1995) 'Exchange market mayhem. The antecedents and aftermath of speculative attacks', *Economic Policy*, October 1995, pp. 249 – 312.

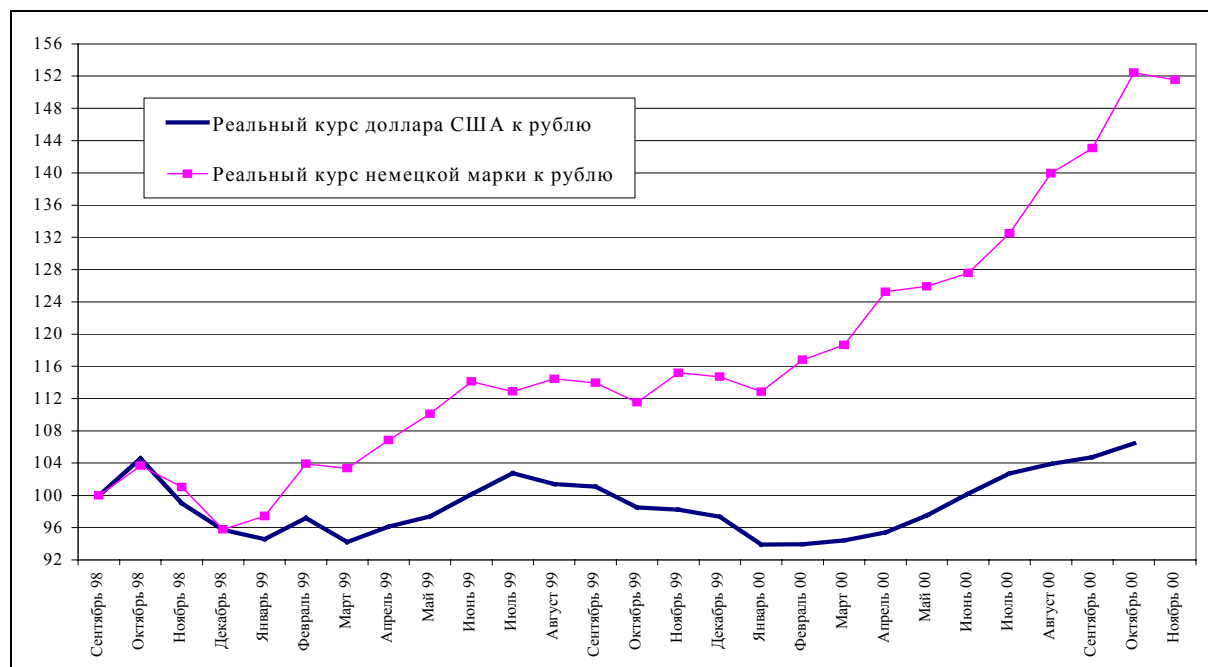
в 1999 и 2000 годах уровень реального обменного курса рубля был, примерно, в два раза ниже уровня первой половины 1998 года.

РИСУНОК 12.



Источник: Центральный банк РФ.

РИСУНОК 13.



Источник: Центральный банк РФ, Госкомстат РФ, International Financial Statistics, расчеты ИЭПП.

Вместе с тем тенденция к укреплению рубля окрепла во второй половине 2000 года. Как показано на рисунке 13, к концу октября 2000 года рост реального курса

рубля по отношению к доллару США составил около 6,4% (к уровню сентября 1998 года), однако, в сравнении с январем 2000 года (период наиболее низкого реального курса рубля) укрепление рубля превысило 13%. Еще более важной представляется динамика реального курса рубля по отношению к европейской валюте, так как значительная часть российского экспорта (в первую очередь, нефть и газ) направляется в европейские страны. К концу ноября 2000 года реальный курс рубля к евро вырос на 51–52% (на рисунке 11 показана динамика реального курса по отношению к немецкой марке), что снижает конкурентные преимущества отечественных товаров на рынках европейских государств (в том числе, не входящих в валютный союз).

3.6. Банковская система

Как показали события второй половины 1998 года, российская банковская система оказалась сильно уязвима в случае валютного кризиса. Фактически мы стали свидетелями кризисов-близнецов (*'twin crises'*)²⁸ – валютного и банковского. Уже в сентябре – октябре 1998 года ряд крупнейших российских банков, входивших в 1997–1998 годах в число двадцати крупнейших российских банков, столкнулись с серьезными проблемами ликвидности и/или платежеспособности и прекратили свое существование: «Инкомбанк», «ОНЭКСИМ», «СБС-Агро», «Менатеп», «Российский кредит», Промстройбанк РФ, «Межкомбанк», «Юнибест» и др. Всего за период с сентября 1998 года до конца 2000 года число действующих кредитных организаций сократилось на 207 банков (с 1556 до 1349).

Созданное в октябре 1998 года Агентство по реструктуризации кредитных организаций (АРКО) приступило к работе с проблемными банками лишь летом 1999 года. В число наиболее крупных коммерческих банков, ставших его клиентами, вошли «Альфа-банк», «СБС-Агро», «Возрождение», «Российский кредит». Однако средств АРКО (10 млрд. рублей) для поддержки даже этих банков недостаточно. Развитие ситуации в 1999–2000 годах показало, что российские коммерческие банки не смогли в полной мере выполнять свою роль по созданию денежного предложения в российской экономике (аккумуляция сбережений населения и их трансформация в кредиты)²⁹.

²⁸ Kaminsky, Reinhart (1999).

²⁹ Подробный анализ состояния российской банковской системы в условиях кризиса в 1998 году на микроуровне представлен в отчете по теме «Банковский кризис в России и его последствия, меры по преодолению банковского кризиса. Проблемы посткризисной адаптации банковской системы» в рамках второго этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

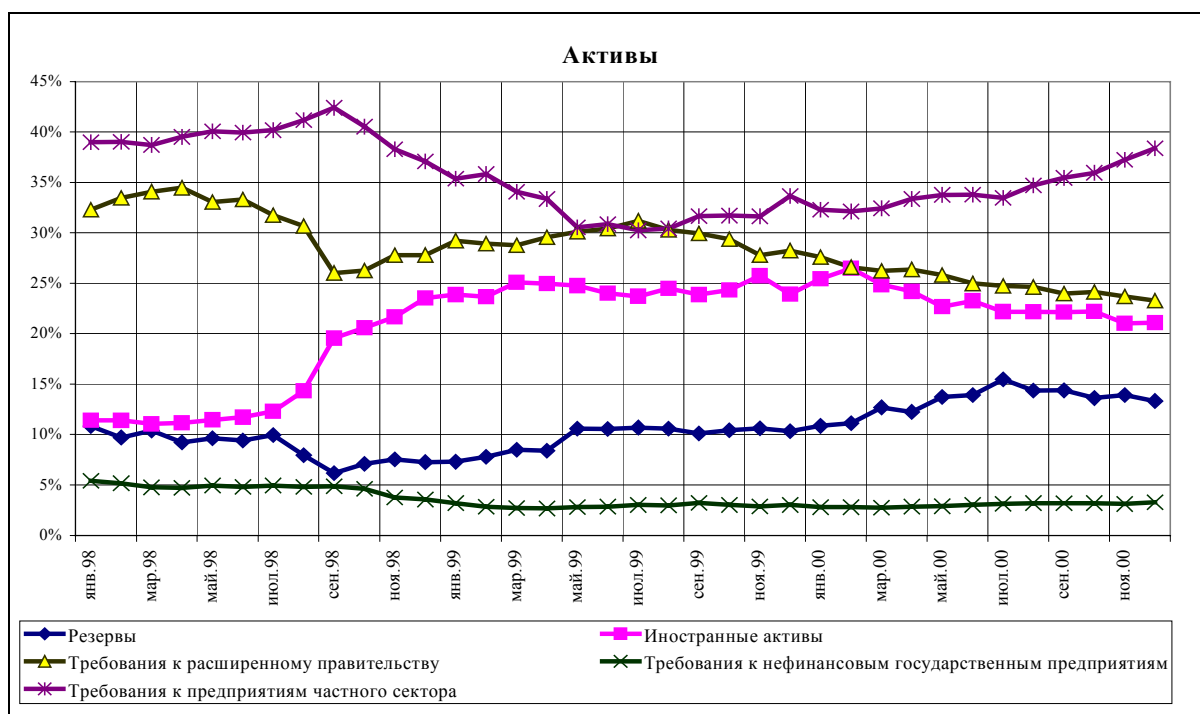
Активы. Осенью 1998 года, после августовского кризиса, структура активов банковской системы претерпела значительные изменения (см. рисунок 14). Во-первых, вследствие девальвации рубля произошел номинальный рост доли иностранных активов (с 12–13% до 20–25%). Во-вторых, «замораживание» и реструктуризация внутреннего долга привели к снижению доли требований к расширенному правительству. В-третьих, в условиях высоких инфляционных ожиданий и падающего курса рубля коммерческие банки еще больше ограничили кредитование реального сектора³⁰. Доля требований к предприятиям частного сектора упала с 40–43% до 30%, требований к нефинансовым государственным предприятиям – с 5% до 3–3,5%. В-четвертых, доля резервов сократилась с 10% до 6–7%, что было вызвано, преимущественно, девальвацией рубля и ростом доли иностранных активов.

С лета 1999 года тенденции в банковском секторе изменились. С августа 1999 года наблюдался рост доли требований к предприятиям частного сектора (с 30% до 39% к концу 2000 года), стабилизация доли требований к нефинансовым государственным предприятиям (на уровне 3,5–4%) и иностранных активов (25%). В 2000 году доля иностранных активов начала снижаться (до 21%). Доля резервов восстановилась на докризисном уровне (10%). Кроме того, к августу 1999 года прекратился рост доли требований к расширенному правительству, вызванный широкомасштабным кредитованием региональных и местных властей осенью 1998 – в первой половине 1999 годов. В конце 1999 – 2000 годах доля требований к расширенному правительству устойчиво снижалась, опустившись ниже 25% уровня. Одновременно, коммерческие банки накапливали резервы (в первую очередь, на корреспондентских и депозитных счетах в банке России) и их доля возросла до 14–15% совокупных активов³¹.

³⁰ Снижение доли требований к частному сектору можно также рассматривать с точки зрения усиления рационаирования кредита на первоначальном этапе восстановления экономики после кризиса. Аналогичная ситуация наблюдалась в Финляндии после кризиса 1991–1992 годов, в Мексике и Аргентине после кризиса 1995 года и в странах восточной Азии после кризиса 1998 года (см. Catao (1997), Pazarbasioglu (1997), Krueger, Tornell (1999), Agenor, Aizenmann, Hoffmaister (2000)).

³¹ Опыт Аргентины показывает, что реструктуризация портфеля банковской системы заканчивается примерно через шесть месяцев после кризиса (см. Ramos (1998)).

РИСУНОК 14.

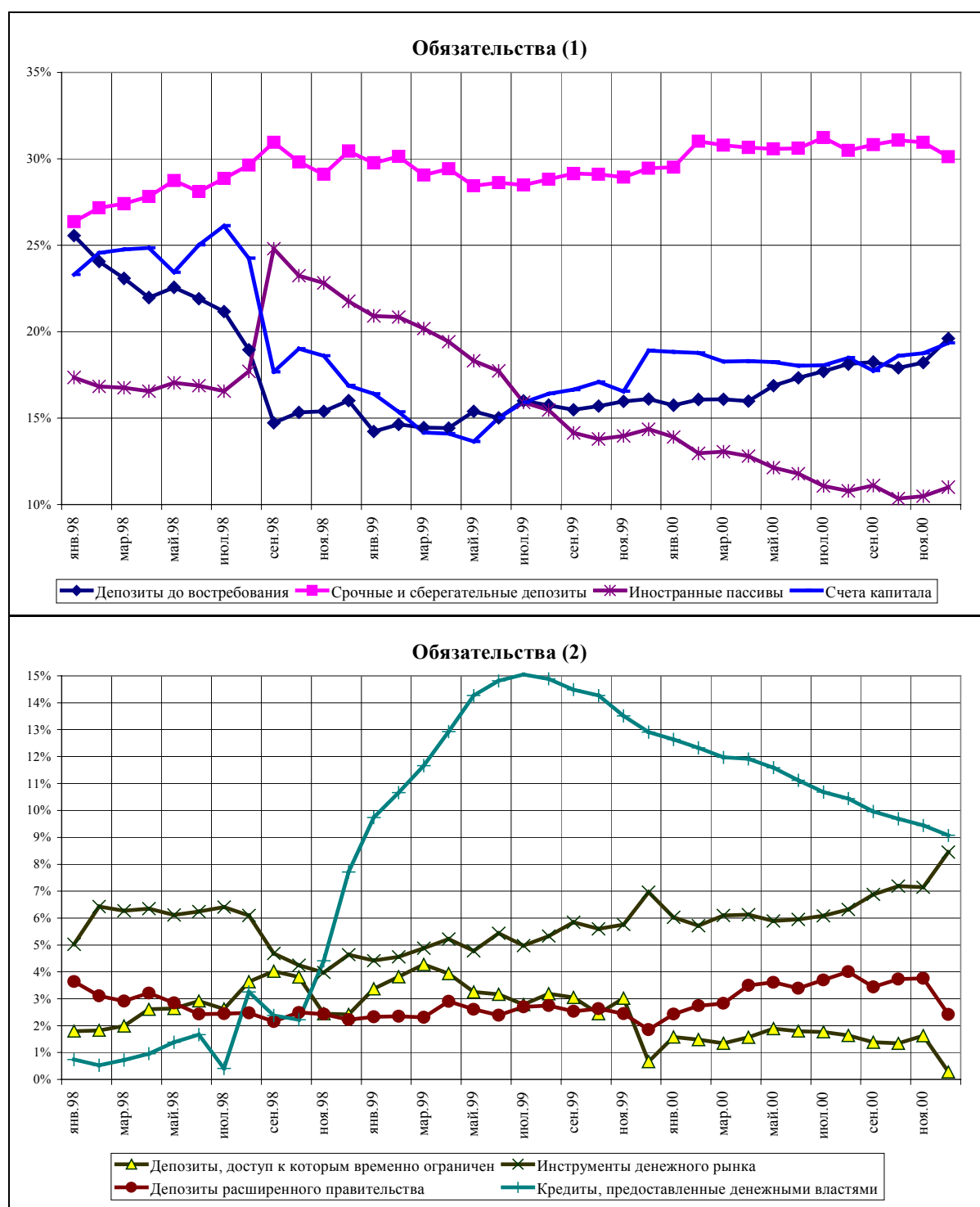


Источник: Центральный банк РФ.

Обязательства. Непосредственным последствием валютного кризиса в августе 1998 года стали (см. рисунок 15) рост доли иностранных обязательств с 17% до 25% и снижение долей счетов капитала (с 26% до 18%), а также инструментов денежного рынка (банковских векселей, облигаций и депозитных сертификатов). Доля депозитов в иностранной валюте в общей сумме срочных и сберегательных депозитов выросла с 45% до 65%. В то же время, распространение банковского кризиса привело к увеличению долей депозитов, доступ к которым временно ограничен (с 2,5% до 4%) и кредитов Центрального банка РФ. С октября 1998 года по август 1999 года доля кредитов Банка России увеличилась примерно в 7,5 раз (с 2% до 15% от совокупных обязательств банковской системы). Таким образом, к концу лета 1999 года общий объем выданных Центральным банком РФ кредитов коммерческим банкам составил 190–195 миллиардов рублей. Если рассматривать кредиты банка России как цену восстановления национальной банковской системы (*bail-out costs*), то в первом полугодии 1999 года этот показатель достиг почти 5% ВВП, что ставит российский банковский кризис в число наиболее тяжелых кризисов за последние 30 лет³².

³² Caprio, Klingebiel (1996).

РИСУНОК 15.



Источник: Центральный банк РФ.

Через год после кризиса, с августа 1999 года структура обязательств банковской системы стала меняться в обратную сторону. К концу 2000 года доля депозитов до востребования увеличилась с 15% до 20%, доля инструментов денежного рынка – с 5%

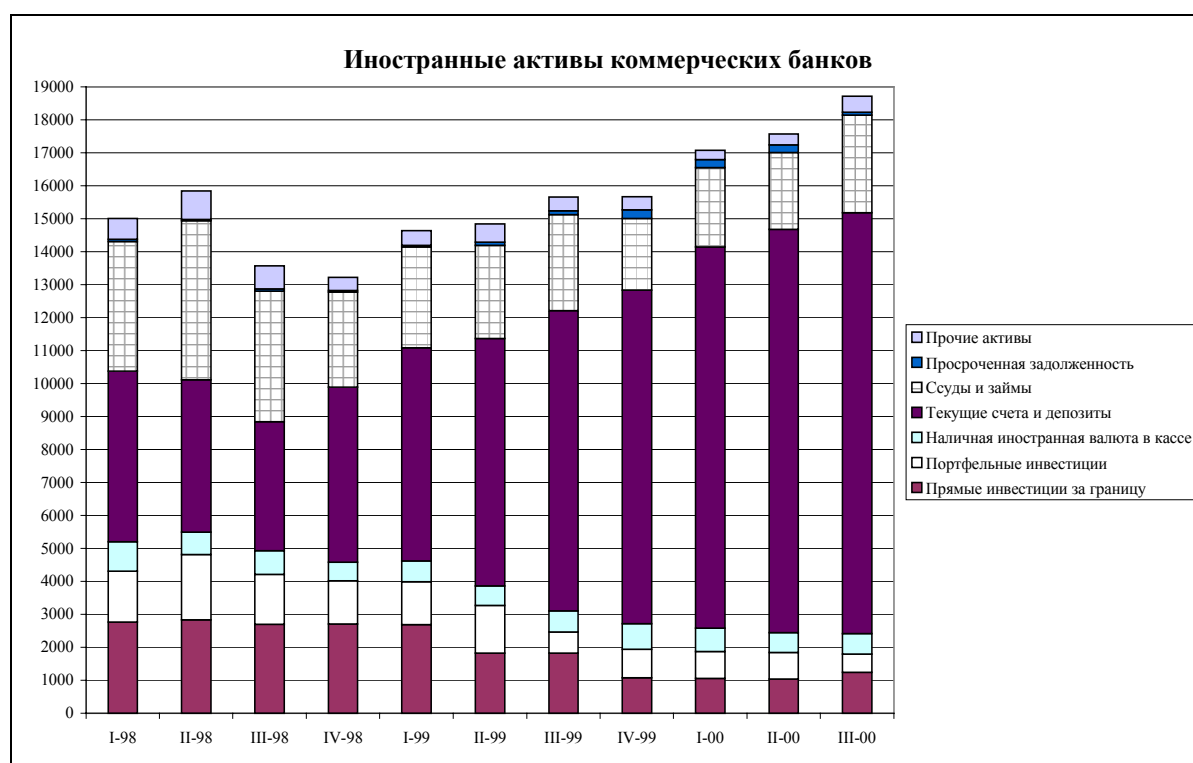
до 8,5%³³. Доля срочных и сберегательных депозитов остается относительно стабильной на уровне 30–31%. Важным индикатором восстановления банковской системы стал рост доли счетов капитала с 14% до 19–20%. Доля иностранных обязательств снижалась на протяжении всего периода после кризиса, и в конце 2000 года она опустилась до 10–11% совокупных обязательств. С осени 1999 года доля кредитов банка России упала на треть и в декабре 2000 года составила 9%. Доля депозитов, доступ к которым временно ограничен, сократилась в конце 1999 года, и в 2000 году она находилась в пределах 1–2% от совокупных обязательств банковской системы. Необходимо отметить, что доля депозитов расширенного правительства на протяжении 1999 года была стабильной (на уровне 2–3%), но выросла в 2000 году до 3,5–4% по мере улучшения ситуации в бюджетной сфере.

Иностранная позиция. Чистые иностранные активы российских коммерческих банков стали положительными уже в четвертом квартале 1998 года. На протяжении 1999–2000 годов данная тенденция укрепилась и в третьем квартале 2000 года иностранные активы превосходили иностранные обязательства на 9,5 миллиардов долларов США, т.е. более чем в два раза (18,7 против 9,2 миллиардов долларов). Это стало результатом как снижения объема иностранных обязательств, так и роста объема иностранных активов (см. рисунки 16 и 17). Последние превзошли в 2000 году максимальный докризисный уровень.

Рост иностранных активов в 1999–2000 годах обеспечивался, главным образом, за счет увеличения остатков на текущих счетах и депозитов в иностранных банках. К концу третьего квартала 2000 года их сумма составила почти 12,8 миллиардов долларов (почти 70% всех иностранных активов). Для сравнения, их объем не превышал 6,5 миллиардов долларов в первом квартале 1999 года и 10,1 миллиардов долларов в четвертом квартале 1999 года. В то же время, объем прямых инвестиций за границу снизился с 2,7 до 1,0–1,2 миллиарда долларов США, портфельные инвестиции сократились с полутора миллиардов до 550 миллионов долларов. Объем наличной валюты в кассах банков остался практически стабильным (600–700 миллионов долларов).

³³ В декабре 2000 года ряд наблюдаются скачкообразные изменения долей отдельных видов обязательств банков, однако, мы не беремся интерпретировать их, так как данные сводного баланса банковской системы за декабрь 2000 года являются оценкой и будут корректироваться ЦБ РФ.

РИСУНОК 16.



Источник: Центральный банк РФ.

РИСУНОК 17.



Источник: Центральный банк РФ.

С июля 1998 года по сентябрь 2000 года иностранные обязательства российских коммерческих банков упали почти на 57% (с 21,1 до 9,2 миллиардов долларов). Кредиты и займы из-за границы сократились в наибольшей степени – с 11,2 до 2,8 миллиардов долларов, объем остатков на текущих счетах и депозитов снизился с 6,7 до 3,8 миллиардов долларов. Необходимо отметить, что несмотря на значительный рост внешней долговой нагрузки из-за четырехкратной девальвации рубля, банки все же продолжали платить по своим обязательствам иностранным кредиторам. Максимальный объем просроченной задолженности российских коммерческих банков (1,3 миллиарда долларов во втором квартале 1999 года) составлял только 13% от совокупных иностранных обязательств и снизился до 8,7% к концу третьего квартала 2000 года.

* * *

Проведенный анализ функционирования денежной сферы российской экономики осенью 1998 – 2000 годов позволяет сделать ряд выводов, касающихся природы и особенностей проводимой денежно-кредитной политики. Внешние условия характеризовались следующими чертами:

- Четырехкратная девальвация рубля в августе 1998 года и последующий всплеск инфляции стали причиной высоких инфляционных ожиданий экономических агентов и населения, подорвали доверие к российской национальной валюте.
- Системный кризис банковской системы разрушил механизм создания денежного предложения. Наряду с этим усилилось rationирование кредита, сбережения населения в форме банковских вкладов не вернулись на докризисный уровень, цена поддержки банковской системы оказалась чрезвычайно высока.
- Благоприятная конъюнктура мировых сырьевых рынков и переключение спроса населения на отечественные товары обеспечили высокую прибыльность в реальном секторе экономики, рост остатков на счетах предприятий и снижение бартера и неденежных формах расчета между предприятиями.

При этом, денежные власти, заявляя основной целью денежно-кредитной политики на первом этапе (осень 1998 года – первая половина 1999 года) – недопущение разворачивания инфляционных процессов и стабилизацию номинального обменного курса рубля, а со второй половины 1999 года – плавное снижению темпов

инфляции при одновременном удовлетворении растущего спроса на реальные кассовые остатки, столкнулись с рядом экзогенных ограничений:

- Денежно-кредитная политика в послекризисный период приобрела непоследовательный характер, вызванный в значительной степени, графиком платежей по внешнему долгу.
- Поскольку финансовые рынки в России были практически разрушены в августе 1998 года, Центральный банк РФ не мог использовать операции на открытом рынке в качестве инструментов денежно-кредитной политики. Основными работающими инструментами были интервенции на валютном рынке, депозитные операции и изменения нормативов обязательного резервирования. Возможности стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке практически отсутствовали, за исключением изъятия денег из экономики через налоги и накопление их на счетах федерального бюджета в ЦБ РФ.

Основными результатами проводимой денежно-кредитной политики являются:

- Номинальный обменный курс рубля стабилизировался в 2000 году на уровне чуть ниже 28 рублей за доллар США, и обеспечивался значительными золотовалютными резервами. Последние за 2000 год увеличились более чем в два раза и достигли максимальных значений за всю историю независимой России – более 27 млрд. долларов США. В условиях сохраняющихся достаточно высоких темпов инфляции, стабилизация номинального курса стала причиной роста реального курса рубля. Наиболее заметным стало удорожание рубля по отношению к европейской валюте (из-за падения курса евро к доллару США), что снижает конкурентоспособность российских товаров на европейских рынках.
- Значительный объем рублевой эмиссии за счет приобретения поступающей экспортной выручки на валютном рынке в отсутствии надежных объектов инвестирования, финансовых активов и рационирования кредита привел к аккумуляции неиспользуемых резервов банковской системы (на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ), тогда как денежный мультипликатор сокращается.
- Рост спроса на деньги, инициированный транзакционным мотивом в реальном секторе, позволил практически восстановить к концу 2000 года реальный

объем рублевой денежной массы на докризисном уровне, а монетизация ВВП достигла максимальных значений (до 16% ВВП). В то же время, степень долларизации экономики остается высокой и превышает уровень до августа 1998 года.

В рамках предложенной нами модификации модели IS-LM следует, что, во-первых, движение кривой IS в направлении «вверх – вправо» (на рисунке к точке) замедляется. Понижение цен на мировых нефтяных рынках и повышение реальных доходов населения оказывают с двух сторон давление на объем чистого экспорта в сторону его снижения. Принятый Правительством РФ курс на проведение налоговой реформы и повышение эффективности государственных расходов имеет конечной целью снижение доли государства в экономике. Таким образом, две из четырех компонентов совокупных расходов сокращаются и для сдвига кривой вправо, их снижение должно быть компенсировано ростом объема инвестиций и потребления.

Во-вторых, по мере роста в реальном секторе спрос на деньги в экономике России будет увеличиваться. В такой ситуации для недопущения быстрого смещения кривой LM вверх вправо, российские денежные власти должны активизировать мероприятия, препятствующие быстрому росту денежного предложения.

§4. Предложения по выбору оптимальной денежно-кредитной политики

4.1. Цели и задачи денежно-кредитной политики в текущих условиях

По мере отдаления от момента финансового кризиса цели и задачи денежных властей претерпевают существенные изменения. Если в первое время, основной задачей центрального банка является стабилизация денежной сферы, обменного курса национальной валюты и восстановление ликвидности финансовых рынков, то в дальнейшем цели денежно-кредитной политики становятся более долгосрочными (например, таргетирование инфляции).

Соответственно, для России, можно выделить ряд задач, актуальность которых для Банка России возрастает. К числу таких проблем, по нашему мнению, относятся:

1) Постепенное устойчивое снижение темпов инфляции (с нынешних 20% до 7–10% в год).

2) Сдерживание роста предложения денег (денежной базы) с целью стабилизации объема неработающих резервов коммерческих банков (остатков на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ).

3) Снятие с Министерства финансов РФ не свойственной ему функции по регулированию денежной массы через накопление средств на бюджетных счетах.

4) Поддержание ликвидности внутреннего финансового рынка, расширение набора инструментов управления денежной массой.

5) Обеспечение плавной ревальвации рубля, недопущение резких колебаний реального курса российской валюты.

6) Создание механизмов защиты российской финансовой и банковской системы от новых потрясений, связанных с внешними воздействиями и движением потоков иностранного капитала.

Как было показано выше, фактически единственным каналом денежной трансмиссии является валютный рынок (через приток валюты в страну). В этих условиях для снижения зависимости денежно-кредитной политики от влияния внешних факторов перед Правительством и Центральным банком РФ встает задача ограничения притока иностранного краткосрочного капитала, который не увеличивает объем инвестиций внутри страны, а направляется, преимущественно, на финансовые рынки; а также стерилизации поступлений экспортной выручки. В то же время, доступный набор и потенциал инструментов стерилизации ЦБ РФ крайне ограничен, что требует разработки и предложения нестандартных механизмов регулирования денежной и валютной сфер.

В качестве инструментов реализации названных мер нами предлагается - создание стабилизационного фонда и введение мер по контролю за движением капитала³⁴. Вопрос создания стабилизационного фонда в РФ рассматривается в рамках другого исследования по третьему этапу совместного проекта ИЭПП и АМР. Анализу мирового опыта применения мер по контролю за движением капитала и предложениям по его использованию в России посвящен последний раздел данной работы.

³⁴ Опыт Венгрии показывает, что попытка стерилизации притока капитала за счет операций на открытом рынке или иных инструментов денежно-кредитной политики приводит к избыточному ужесточению денежно-кредитной политики, что создает угрозу росту в реальном секторе (см. Siklos (2000)).

4.2. Проблемы и механизмы контроля за движением капитала

Под контролем за движением капитала (*capital controls*) понимается установление законодательных ограничений на движение капитальных потоков или денежных средств внутрь или из страны, и связанных как со счетом капитальных операций, так и со счетом текущих операций. Таким образом, по определению МВФ, под капитальный контроль могут попадать трансакции, связанные с приобретением или продажей следующих видов активов или обязательств³⁵:

- 1) Инструменты рынка капиталов
 - 1.1) Акции или другие ценные бумаги долевого участия
 - 1.2) Облигации или другие долговые обязательства
- 2) Инструменты денежного рынка
- 3) Ценные бумаги коллективного инвестирования
- 4) Производные финансовые инструменты
- 5) Кредитные операции
 - 5.1) Коммерческие кредиты
 - 5.2) Финансовые кредиты
 - 5.3) Гарантии, поручительства и обязательства финансового обеспечения
- 6) Прямые инвестиции
- 7) Сделки с недвижимостью
- 8) Движения личных средств
 - 8.1) Займы
 - 8.2) Подарки, дары, наследство
 - 8.3) Переводы средств и активов за границу иммигрантами
- 9) Предоставление денежных средств банкам и другим кредитным институтам
- 10) Предоставление денежных средств институциональным инвесторам.

Мотивация установления капитального контроля обычно основывается на необходимости достижения ряда задач в области денежно-кредитной политики³⁶. Во-первых, капитальный контроль помогает разрешить противоречия в целях денежно-кредитной политики в случае фиксированного или управляемого курса национальной

³⁵ IMF (1999).

³⁶ Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko, Kirilenko (2000) и Johnston, Tamirisa (1998).

валюты, проводить независимую внутреннюю денежно-кредитную политику³⁷. Во-вторых, ограничения на свободное движение капитала позволяют защитить денежную и финансовую сферу от внешних шоков, связанных с потоками капитала, в частности, с инфляционными последствиями больших притоков капитала и недооценкой банковской системой курсовых и кредитных рисков³⁸. В-третьих, капитальный контроль обеспечивает условия для проведения политики искусственного поддержания процентных ставок на низком уровне, льготного кредитования бюджета и приоритетных отраслей экономики. Как было показано Алезиной, Грилли и Милези-Ферретти (1993), исследовавших ограничения на движение капитала в 20 странах - членах ОЭСР за период с 1959 по 1989 годы, капитальный контроль чаще вводится в странах, где центральный банк менее независим и правительство принимает активное участие в проведении денежно-кредитной политики, либо действует режим фиксированного или управляемого обменного курса.

На протяжении последних нескольких десятилетий практически все страны мира в той или иной степени использовали меры по контролю за движением капитала. Так, согласно индексу капитального контроля, такие меры действовали во всех 41 стране, для которых МВФ рассчитывала индекс (последний раз – для 1996 года)³⁹. Наиболее высокая степень ограничений на свободное движение капитала существовала в Казахстане, России, Чили и Индии. Наиболее свободный режим существует в Нидерландах, Норвегии, Канаде, Греции и Италии. Большинство азиатских стран (например, Корея, Таиланд, Индонезия, Малайзия) ужесточили режим капитального контроля в 1997–1999 годах, оказавшись в условиях финансового кризиса и массированного оттока капитала. К данному ряду можно отнести и меры, принятые российским правительством в августе 1998 – 1999 годах: мораторий на выплаты по внешним обязательствам, замораживание рынка ГКО-ОФЗ, обязательная продажа части экспортной выручки на специализированной торговой сессии, разделение валютного рынка, проведение специализированных аукционов по продаже валюты для нерезидентов.

³⁷ См., например, Bond (1998).

³⁸ См., напр., Bacchetta, van Wincoop (1998).

³⁹ IMF (1999).

По введению капитального контроля, с точки зрения поставленных целей, можно выделить пять групп стран, в разные годы его использовавших⁴⁰:

1) Для ограничения притока краткосрочного капитала (Бразилия, 1993–1997; Чили, 1991–1998; Колумбия, 1993–1998; Малайзия, 1994; Таиланд, 1995–1997).

2) Для ограничения оттока капитала в условиях финансового кризиса (Малайзия, с 1997; Испания, 1992; Таиланд, 1997–1998).

3) Широкомасштабный контроль над движением капитала и валютным рынком (Румыния, 1996–1997; Россия, с 1998; Венесуэла, 1994–1996).

4) Долгосрочные широкомасштабные ограничения и либерализация (Китай, 1994–1999; Индия, 1991–1999; Россия, 1991–1996).

5) Быстрая либерализация (Аргентина, 1991; Кения, 1991–1995; Перу, 1990–1991; Россия, 1997–1998).

Исследование опыта стран, использовавших различные режимы капитального контроля, показывает, что контроль за притоками капитала, для экономики является более эффективным и менее дисторсионным, чем ограничения на отток капитала⁴¹. Помимо общих экономических негативных последствий (неэффективное распределение ресурсов), ограничения на вывод капитала редко приводят к достижению поставленных целей (снижения объема утечки капитала из страны), но порождают коррупцию, ухудшают репутацию страны и ее резидентов как заемщиков.

В настоящее время для России, где уже действует достаточно жесткая система ограничений на свободу перемещения капитала через границу (2-е место среди 41 страны по индексу МВФ), проблема капитального контроля заключается в введении мер, не на дальнейшие ограничения, а в переориентации политики на ограничение притока краткосрочных, преимущественно – портфельных инвестиций. При этом, предполагается достижение нескольких целей: ограничение денежной эмиссии, связанной притоком валюты в страну и ее выкупом ЦБ РФ; снижение давления на валютном рынке со стороны предложения валюты, и замедление темпов роста реального курса рубля, снижение уязвимости российской финансовой и банковской систем в условиях быстроменяющейся мировой конъюнктуры и настроений

⁴⁰ Согласно Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko, Kirilenko (2000) и Johnston, Tamirisa (1998).

⁴¹ Cooper (1999), Edwards (1999), Mishkin (1999).

инвесторов⁴², и стимулирование долгосрочных (прямых) инвестиций, способствующих активизации инвестиционной деятельности и экономическому росту внутри страны⁴³ (через дестимулирование притока краткосрочных портфельных вложений).

Прежде чем перейти к рассмотрению конкретного опыта в области контроля за притоками краткосрочного капитала и предложению мер для России, проанализируем эффективность и возможные последствия таких мер с точки зрения экономической теории и опыта других стран.

Теоретический анализ эффективности капитального контроля, проведенный Вальдесом-Прието и Сото (1998), показал, что она зависит от режима обменного курса, действующего в стране. Так, в условиях плавающего обменного курса выборочный контроль за движением капитала (например, ограничение только краткосрочных вложений) усиливает автономию денежных властей, расширяет их возможности по корректировке номинального обменного курса. Однако, в условиях фиксированного (предопределенного) обменного курса степень независимости денежных властей зависит от их способности уменьшить общий объем притока иностранного капитала, безотносительно структуры потоков. Эмпирические оценки эффективности действия капитального контроля в Чили показывают⁴⁴, что ограничения на приток краткосрочных инвестиций приводят к более медленному сокращению процентного спада между внутренними и внешними процентными ставкам, чем в странах с близким уровнем экономического развития (Мексика и Аргентина); реальный обменный курс остается неизменным, но страна лучше защищена от эффекта «заражения» и внешних возмущений⁴⁵. С другой стороны, такие ограничения не влияют на общий объем

⁴² Роль краткосрочных потоков в развертывании финансового кризиса в азиатских странах рассматривается в работах Aizenman (1999) и Rodrik, Velasco (1999).

⁴³ По крайней мере, ограничения на приток краткосрочных инвестиций не оказывают влияние отрицательного влияния на экономический рост (см. Alesina, Grilli, Milesi-Ferretti (1993)). По другим оценкам, из каждого доллара иностранных инвестиций, направляемых в развивающиеся страны, только полдоллара представляют собой прямые инвестиции, способствующие экономическому росту, в остальная часть идет на спекулятивные операции (см. Bosworth, Collins (1999)).

⁴⁴ Edwards (1998b), Laurens, Cardoso (1998), De Gregorio, Edwards, Valdes (2000), Gallego, Hernández, Schmidt-Hebbel (2000).

⁴⁵ Тем не менее, мировой финансовый кризис 1997–1998 года оказал негативное влияние на экономику Чили, что вызывает некоторые сомнения в эффективности капитального контроля в случае глобального, а не регионального, кризиса (см. Edwards (2000)).

притока капитала в страну, а лишь изменяют его структуру в пользу долгосрочных инвестиций.

Опыт Чили и Колумбии представляется нам наиболее приемлемым с точки зрения поставленных целей, механизмом контроля и достигнутых результатов. В обеих странах основой контроля за притоком краткосрочных инвестиций выступали так называемые не вознаграждаемые резервные требования (*non remunerated reserve requirements*), величина которых зависела от сроков инвестиций⁴⁶.

В Чили система контроля за притоком капитала, введенная в действие в 1991 году и действовавшая до 1998 года, состояла из четырех блоков:

1) В части прямых иностранных инвестиций – минимальный срок должен был быть не менее одного года, никаких ограничений на репатриацию прибыли не устанавливалось.

2) Портфельные инвестиции (1) – в части первичного размещения американских депозитарных расписок (*ADR*) были установлены жесткие внутренние требования к компаниям, как в части финансовой прозрачности и устойчивости, так и по минимальному объему выпуска ценных бумаг.

3) Портфельные инвестиции (2) – все остальные виды портфельных инвестиций (включая вторичное размещение АДР, иностранные кредиты, выпуск облигаций) подлежали обязательному не вознаграждаемому резервированию в размере 30%. Размер резервных отчислений не зависел от срока инвестиций.

4) Торговые кредиты – также подлежали обязательному 30% резервированию.

В Колумбии политика капитального контроля, начатая в 1993 году, была несколько отличной. Первоначально, резервные требования были установлены для всех кредитов, получаемых частным сектором из-за границы на срок до 18 месяцев (за исключением торговых кредитов), в размере 47%. Однако по мере увеличения притока капитала из-за границы меры были ужесточены. Через полтора года после введения в действие капитального контроля, в марте 1995 года, резервные требования были распространены на все кредиты сроком до 3 лет, а с августа 1995 года – до 5 лет. Кроме того, норматив резервирования определялся по шкале в обратной зависимости от срока кредита. Так, на кредиты до 30 дней налагался запретительный депозит в размере 140%, а для кредитов на срок 5 и более лет норматив был установлен на уровне 42,8%.

⁴⁶ Подробное описание системы контроля за движением капитала в Чили и Колумбии см. Edwards, (1998a, c), Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko, Kirilenko (2000).

Ставка норматива менялась для сроков с шагом в 30 дней. Такие требования действовали до отмены контроля за притоком капитала в 1998 году.

Поскольку основной целью введения в России контроля за краткосрочными притоками капитала является недопущение дополнительного расширения денежного предложения и быстрого роста реального курса рубля в условиях высокого положительного сальдо торгового баланса и ограниченных возможностей денежных властей по стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке, в качестве мер капитального контроля могут быть предложены следующие действия:

Во-первых, должны быть введены ограничения на величину (или темпы роста) иностранных пассивов коммерческих банков. Практическая реализация данной меры может быть проведена через установление специальных нормативов доли иностранных обязательств в общем объеме пассивов банка.

Во-вторых, предлагается введение системы обязательного невознаграждаемого резервирования по отдельным видам иностранных обязательств резидентов РФ и иностранных инвестиций в российские активы. К числу операций, подпадающих под обязательное резервирование, следует отнести кредиты российским кредитным и другим финансовым учреждениям, портфельные инвестиции, направляемые на инвестиции в рублевые активы (акции, государственные облигации, рублевые частные облигации, валютные ценные бумаги, выпускаемые кредитными и другими финансовыми учреждениями). Нормы обязательного невознаграждаемого резервирования должны быть установлены в обратной пропорции к срокам инвестиций. В качестве возможного варианта предлагается следующая шкала (см. таблицу 2).

ТАБЛИЦА 2.

Срок инвестиций	Норма обязательного резервирования
до 30 дней	150%
до 90 дней	100%
до 6 месяцев	70%
до 12 месяцев	50%
до 18 месяцев	30%
до 2 лет	20%
до 5 лет	10%

Обязательное резервирование может не распространяться на торговые кредиты, указанные выше финансовые инвестиции сроком свыше 5 лет и прямые иностранные

инвестиции на срок более 1 года. К краткосрочным прямым иностранным инвестициям предлагается применять норму обязательного резервирования в размере 20%.

Порядок взимания средств в фонд обязательного резервирования по иностранным краткосрочным инвестициям может быть установлен в виде обязательных беспроцентных депозитов в Банке России на условиях невозможности досрочного отзыва средств. Контроль за соблюдением условий обязательного резервирования и перечисления средств на счета в ЦБ РФ должен быть поручен Центральному банку РФ через отслеживание движений капитала по счетам типа «С» и «И» в российских коммерческих банках.

Срок действия предлагаемых мер не может быть установлен заранее, так как он во многом зависит от изменения ситуации с торговым балансом РФ, отношения к России со стороны иностранных инвесторов и фактического потока иностранных инвестиций. Однако, как показывает опыт других стран, эффективное использование жестких мер по контролю за притоком иностранного краткосрочного капитала, не вызывающее отрицательного влияния на развитие отечественной экономики, ограничивается 3–5 годами.

Вместе с тем, в рамках либерализации режима капитального контроля в России, необходимо снять ряд ограничений валютного и капитального контроля, введенных в действие после кризиса августа 1998 года⁴⁷. В первую очередь, к ним относятся внесение изменений и дополнений в ФЗ РФ «О валютном регулировании и валютном контроле», связанных с обеспечением прямого действия его положений. В настоящее время большинство положений и норм закона регулируются инструкциями и приказами ЦБ РФ.

В частности, необходимо внести в закон закрытый список операций капитального характера, для осуществления которых требуется получение разрешения ЦБ РФ. Круг таких операций может включать:

- Приобретение резидентами РФ недвижимости за рубежом;

⁴⁷ Предлагаемые меры по либерализации российского финансового рынка направлены на сближение действующих норм с положениями Кодексов ОЭСР о либерализации движения капитала (*The OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* и *The OECD Code of Liberalisation of Current Invisible Operations*). Кодексы ОЭСР допускают введение временных ограничений на приток краткосрочного капитала, если это требуется интересами защиты экономики и финансовых рынков от возможных потрясений, вызванных внешними шоками или в послекризисный период.

- Размещение и допуск акций, облигаций и долговых ценных бумаг резидентов РФ за рубежом;
- Размещение и допуск акций, облигаций и долговых ценных бумаг нерезидентов РФ на российский рынок;
- Предоставление и получение финансовых кредитов и гарантий;
- Открытие депозитов и счетов юридических лиц - резидентов РФ в банках-нерезидентах РФ;
- Получение нерезидентами РФ выигрышей в лотереях и казино.

Все остальные операции капитального характера, равно как и все текущие операции, могут осуществляться свободно.

Во-вторых, необходимо снизить норму обязательной продажи выручки по экспортным контрактам на валютных биржах с 75% до 50%, с последующей полной отменой. В настоящих условиях сохранение данного правила лишь порождает масштабную эмиссию, поскольку большая часть валюты приобретается Центральным банком РФ.

В-третьих, предлагается снять все ограничения на участие коммерческих банков в торгах в рамках единой торговой сессии, объединить утренние и дневные торги.

В-четвертых, должны быть устранены ограничения на виды операций (в том числе, на репатриацию) со средствами нерезидентов на счетах «С», полученными от участия на рынке ГКО-ОФЗ в 1997–1998 годах, либо по ценным бумагам, выпущенным в рамках реструктуризации ГКО-ОФЗ. Необходимо отказаться от практики специализированных аукционов по продаже валюты для нерезидентов.

В-пятых, важной задачей является воссоздание рынков и торговых (биржевых) площадок для совершения срочных сделок с валютой и операций с производными инструментами на курс рубля.

В-шестых, отменить разрешительный порядок открытия счетов физическими лицами в иностранных банках.

Заключение

В настоящей работе были рассмотрены проблемы и ограничения при реализации денежно-кредитной политики в посткризисной экономике, находящейся в фазе импортозамещающего роста и имеющей значительное положительное сальдо торгового баланса, которую, собственно и представляет из себя экономика России в 2000 году.

В первом параграфе мы рассмотрели несколько видоизмененную модель Манделла-Флеминга в рамках анализа IS-LM. В частности, поскольку в двухвалютной экономике спрос на реальные рублевые кассовые остатки положительно зависит от реального курса рубля, в координатах $e - Y$ кривая LM будет отрицательный наклон по отношению к оси абсцисс.

Особый вид кривой LM означает возможность существования в экономике нескольких равновесных состояний. Соответственно, в зависимости от начального положения экономики и величины и перманентности фискального или денежного шока, результирующее воздействие на экономику может быть крайне различно и сильно отличаться от результатов, получаемых в рамках традиционной модели Манделла-Флеминга. Эти отличия были показаны в сравнительной статике в рамках нашей модели.

Во втором параграфе мы показали, что траектория изменения реального курса и объема выпуска в российской экономике в 1995–2000 годах может быть хорошо описана в рамках такой модели. В предположении о начальном нахождении экономики России в точке устойчивого равновесия, ее движение в 1995–1997 годах можно описать как передвижение вдоль кривой LM в состояние неустойчивого равновесия с высоким реальным курсом рубля и низким объемом выпуска, после чего в результате экзогенного падения реального курса рубля в экономике образовался разрыв между равновесными значениями объемов выпуска для кривых IS и LM, т.е. избыточное денежное предложение. Настоящая траектория движения направлена в сторону более высокого реального курса рубля и объема выпуска, однако, избыточная ликвидность сохраняется.

Проведенный в третьем параграфе подробный анализ текущей ситуации в денежной и банковской сферах российской экономики, , показал основные особенности природы и характера проводимой денежно-кредитной политики. В частности, было отмечено, что в условиях системного кризиса банковской системы был разрушен механизм создания денежного предложения. Наряду с этим усилилось rationирование кредита, сбережения населения в форме банковских вкладов не вернулись на докризисный уровень, цена поддержки банковской системы оказалась чрезвычайно высока.

Поскольку финансовые рынки в России были практически разрушены в августе 1998 года, Центральный банк РФ не мог использовать операции на открытом рынке в качестве инструментов денежно-кредитной политики. Основными работающими

инструментами были интервенции на валютном рынке, депозитные операции и изменения нормативов обязательного резервирования. Возможности стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке практически отсутствовали.

Отсутствие реально действующих процентных ставок в экономике и рационализирование кредита означали отсутствие процентного и кредитного каналов денежной трансмиссии в экономике. Единственным работающим механизмом денежной трансмиссии являлся курсовой канал, связанный с притоком денег в страну на счета предприятий экспортеров и ее продажу (в первую очередь, обязательную часть) на внутреннем валютном рынке Банку России.

Номинальный обменный курс рубля стабилизировался в 2000 году на уровне чуть ниже 28 рублей за доллар США, и поддерживался значительным объемом золотовалютных резервов. В условиях сохраняющихся достаточно высоких темпов инфляции, стабилизация номинального курса стала причиной роста реального курса рубля. Наиболее заметным стало удорожание рубля по отношению к европейской валюте (из-за падения курса евро к доллару США), что снижает конкурентоспособность российских товаров на европейских рынках.

Благоприятная конъюнктура мировых сырьевых рынков и переключение спроса населения на отечественные товары обеспечили высокую прибыльность в реальном секторе экономики, рост остатков на счетах предприятий и снижение бартера и неденежных форм расчета между предприятиями. Рост спроса на деньги, инициированный транзакционным мотивом в реальном секторе, позволил практически восстановить к концу 2000 года реальный объем рублевой денежной массы на докризисном уровне, а монетизация ВВП достигла максимальных значений. В то же время, степень долларизации экономики остается высокой и превышает уровень до августа 1998 года.

В четвертом параграфе, в качестве возможных мер по предотвращению накопления избыточной ликвидности нами были предложены меры по ограничению притока краткосрочного иностранного капитала. Проведенный анализ мирового опыта установления различных режимов капитального контроля показал, что целям мер по ограничению притока капитала, предлагаемых для России, отвечает политика, аналогичная той, что проводилась в Чили и Колумбии в 90-х годах.

Мы предлагаем установить ограничения на величину иностранных пассивов российских коммерческих банков, и ввести нормы обязательного невознаграждаемого резервирования по большинству видов иностранных вложений в российскую

экономику. При этом ставки норматива резервирования должны быть установлены в обратной зависимости от сроков инвестиций.

Однако данные меры по ограничению притока краткосрочного капитала должны быть дополнены рядом шагов по либерализации валютного рынка и режима движения капитала в Россию. В частности, предлагается - снижение нормы обязательной продажи экспортной выручки, снятие барьеров на валютном рынке, либерализация операций со средствами нерезидентов на счетах «С» и воссоздание организованного рынка срочных контрактов с валютой и производных финансовых инструментов на курс рубля.

Список литературы

1. БЭА. Обзоре российской экономики в 1999 году. – М.: БЭА, 2000.
2. ИЭПП. Российская экономика в 1999 году. Тенденции и перспективы (*Выпуск 21*). – М.: ИЭПП, 2000.
3. Agenor, P.-R., J. Aizenmann, A. Hoffmaister (2000) 'The credit crunch in East Asia: What can bank excess liquid assets tell us?', *NBER Working paper*, 7951.
4. Aizenman, J. (1999) 'Capital control and financial crises', *NBER Working paper*, 7398.
5. Alesina, A., V. Grilli, G. M. Milesi-Ferretti (1993) 'The political economy of capital control', *NBER Working paper*, 4353.
6. Ariyoshi, A., K. Habermeier, B. Laurens, I. Otter-Robe, J. Canales-Kriljenko, A. Kirilenko (2000) 'Capital controls: Country experiences with their use and liberalization', *IMF Occasional paper*, 190.
7. Bacchetta, P., E. van Wincoop (1998) 'Capital flows to emerging markets: Liberalization, overshooting, and volatility', *NBER Working papers*, 6530.
8. Bond, T. J. (1998) 'Capital flows to Asia: The role of monetary policy', *Empirica*, 25, pp. 165 – 182.
9. Bosworth, B., S. Collins (1999) 'Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 143 – 180.
10. Caprio, J., D. Klingebiel (1996) 'Bank insolvencies. Cross-country experience', *World Bank Policy Research Working paper*, 1620.
11. Catao, L. (1997) 'Bank credit in Argentina in the aftermath of the Mexican crises: Supply or demand constrained?', *IMF Working paper*, 97/32.
12. Cooper, R. (1999) 'Should capital controls be banished?', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 89 – 141.
13. Easterly, W., H. Wolf (1995) 'The wild ride of the ruble', *World Bank Discussion paper*, July 1995.
14. Edwards, S. (1998a) 'Capital inflows into Latin America: A stop-go story?', *NBER Working paper*, 6441.
15. Edwards, S. (1998b) 'Interest rates volatility, capital controls and contagion', *NBER Working paper*, 6756.
16. Edwards, S. (1998c) 'Capital flows, real exchange rates, and capital controls: Some Latin American experiences', *NBER Working paper*, 6800.
17. Edwards, S. (1999) 'How effective are capital controls?', *NBER Working paper*, 7413.

18. Edwards, S. (2000) 'Interest rates, contagion and capital controls', *NBER Working paper*, 7801.
19. Fleming, J.M. (1962) 'Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates', *IMF Staff Papers*, 9, pp. 369–379.
20. Gallego, F., L. Hernández, K. Schmidt-Hebbel (2000) 'Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?', *Papers and Proceedings of the 5th LACEA Annual Meeting*, October 12–14, 2000, Rio de Janeiro, Brazil.
21. Garcia-Herrero, A. (1997) 'Monetary impact of a banking crises and the conduct of monetary policy', *IMF Working paper*, 97/124.
22. De Gregorio, J., S. Edwards, R. Valdes (2000) 'Controls on capital inflows: Do they work?', *NBER Working paper*, 7645.
23. IMF (1977) *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Washington, D.C.: IMF, 1977.
24. IMF (1995) 'Exchange rate effects of fiscal consolidation', *World Economic Outlook*, October 1995, pp. 73 – 81.
25. IMF (1999) *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility. Developments and Issues*. Washington, DC: IMF, 1999.
26. Johnston, R. B., N. Tamirisa (1998) 'Why do countries use capital controls?', *IMF Working paper*, 98/181.
27. Kaminsky, G., C. Reinhart (1999) 'The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems', *American Economic Review*, 89, pp. 473 – 500.
28. Krueger, A., A. Tornell (1999) 'The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995-98', *NBER Working paper*, 7042.
29. Laurens, B., J. Cardoso (1998) 'Managing capital flows: Lessons from the experience of Chile', *IMF Working paper*, 98/168.
30. Mishkin, F. (1999) 'Lessons from the Asian crisis', *NBER Working paper*, 7102.
31. Mundell, R. (1968) *International Economics*. NY: Macmillan.
32. Pazarbasioglu, C. (1997) 'A credit crunch? Finland in the aftermath of the banking crises', *IMF Staff Papers*, 44, pp. 315 – 327.
33. Ramos, A. (1998) 'Capital structures and portfolio composition during banking crisis: Lessons from Argentina 1995', *IMF Working paper*, 98/121.
34. Rodrik, D., A. Velasco (1999) 'Short-term capital flows', *NBER Working paper*, 7364.
35. Romer, D. (2000) 'Keynesian macroeconomics without the LM curve', *Journal of Economic Perspectives*, 14, pp. 149–170.

36. Sahay, R., C. Vegh (1995) 'Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications', *IMF Working paper*, 95/96.
37. Siklos, P. (2000) 'Capital flows in a transitional economy and the sterilization dilemma: The Hungarian experience, 1992-1997', *Policy Reform*, 3, pp. 301-326
38. Valdes-Prieto, S., M. Soto (1998) 'The effectiveness of capital controls: Theory and evidence from Chile', *Empirica*, 25, pp. 133 – 164.

Приложение. Динамика индикаторов денежного и финансового рынков в августе 1998 –2000 годах

	Узкая денежная база, млрд. руб.	Темп роста узкой денежной базы	ЧВА, млрд. руб.	ЧМР, млрд. руб.	Широкая денежная база, млрд. руб.	Темп роста широкой денежной базы	М ₀ , млрд. руб.	Темп роста М ₀	Остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в ЦБ РФ, млрд. руб.	Деньги (М ₁), млрд. руб.	Темп роста М ₁	Денежная масса М ₂ , млрд. руб.	Темп роста М ₂	Широкие деньги, млрд. руб.	Темп роста широких денег	Денежный мультипликатор (М ₂ / широкая денежная база)
авг 98	161,7	0,25%	202,3	-40,6	186,4	-4,04%	133,4	3,13%	10,6	252,4	-3,52%	343,6	-4,56%	434,3	-0,80%	1,84
сен 98	175,2	8,35%	215,3	-40,1	208,8	12,02%	154,2	15,62%	19,7	274,1	8,62%	365,8	6,46%	520,0	19,75%	1,75
окт 98	187,2	6,85%	221,0	-33,8	227,9	9,17%	166,5	7,94%	22,5	289,2	5,50%	377,6	3,23%	521,7	0,33%	1,66
ноя 98	191,3	2,19%	229,5	-38,2	238,7	4,74%	167,3	0,49%	23,8	302,8	4,71%	396,9	5,11%	552,9	5,97%	1,66
дек 98	207,3	8,36%	246,2	-38,9	263,7	10,45%	187,8	12,30%	28,2	342,8	13,20%	448,3	12,95%	628,6	13,70%	1,70
янв 99	202,5	-2,32%	381,6	-179,1	261,5	-0,84%	178,0	-5,23%	30,0	330,0	-3,74%	444,2	-0,91%	637,4	1,40%	1,70
фев 99	205,2	1,33%	385,9	-180,7	270,8	3,58%	180,8	1,56%	31,3	340,3	3,14%	463,9	4,43%	658,0	3,23%	1,71
мар 99	205,9	0,34%	392,1	-186,2	289,2	6,77%	174,1	-3,68%	35,1	344,8	1,31%	473,8	2,13%	675,3	2,63%	1,64
апр 99	224,5	9,03%	393,8	-169,3	310,7	7,44%	195,2	12,13%	38,7	371,9	7,86%	509,6	7,56%	717,6	6,27%	1,64
май 99	241,4	7,53%	387,1	-145,7	353,1	13,66%	205,3	5,14%	51,0	404,0	8,63%	542,4	6,44%	755,5	5,27%	1,54
июн 99	258,4	7,04%	409,9	-151,5	362,7	2,72%	216,4	5,41%	55,0	418,1	3,49%	567,7	4,66%	786,1	4,05%	1,57
июл 99	260,3	0,74%	393,1	-132,8	364,9	0,58%	218,2	0,82%	51,8	429,4	2,71%	583,2	2,73%	792,0	0,75%	1,60
авг 99	264,1	1,46%	395,4	-131,3	369,9	1,39%	216,2	-0,91%	46,9	432,9	0,82%	590,8	1,30%	812,7	2,62%	1,60
сен 99	259,0	-1,93%	383,9	-124,9	364,1	-1,56%	212,8	-1,56%	54,0	431,0	-0,44%	597,4	1,12%	823,5	1,33%	1,64
окт 99	269,1	3,90%	372,5	-103,4	384,6	5,61%	222,0	4,30%	59,4	454,3	5,42%	625,1	4,64%	866,5	5,22%	1,63
ноя 99	272,0	1,08%	368,8	-96,8	393,8	2,40%	219,3	-1,19%	54,6	471,6	3,79%	646,5	3,42%	909,8	5,00%	1,64
дек 99	307,5	13,05%	372,8	-65,3	439,7	11,67%	266,5	21,53%	69,6	526,8	11,71%	704,7	9,00%	984,9	8,25%	1,60
янв 00	297,8	-3,15%	355,4	-57,6	430,7	-2,06%	232,9	-12,64%	61,4	508,1	-3,55%	695,0	-1,38%	1000,6	1,60%	1,61
фев 00	309,2	3,83%	334,3	-25,1	449,4	4,34%	242,0	3,95%	64,6	529,9	4,29%	726,6	4,55%	1065,0	6,43%	1,62
мар 00	318,9	3,14%	284,6	34,3	491,0	9,25%	251,5	3,92%	72,2	546,4	3,13%	751,4	3,41%	1090,4	2,39%	1,53
апр 00	349,6	9,63%	259,7	89,9	513,8	4,65%	279,1	10,95%	72,2	576,4	5,48%	787,9	4,86%	1123,2	3,01%	1,53
май 00	365,0	4,41%	207,9	157,1	558,4	8,70%	289,3	3,66%	73,2	611,2	6,04%	831,6	5,55%	1170,3	4,19%	1,49
июн 00	397,2	8,82%	194,9	202,3	602,8	7,94%	321,8	11,23%	77,7	6620,7	8,42%	892,2	7,29%	1242,8	6,20%	1,48
июл 00	417,3	5,06%	141,5	275,8	654,7	8,61%	334,0	3,81%	83,2	692,4	4,48%	931,2	4,37%	1301,7	4,74%	1,42
авг 00	427,6	2,47%	122,9	304,7	648,2	-1,00%	341,6	2,27%	81,9	718,0	3,69%	960,1	3,10%	1327,3	1,96%	1,48
сен 00	437,6	2,34%	97,8	339,8	671,1	3,53%	350,9	2,72%	90,0	747,4	4,11%	992,4	3,36%	1388,4	4,61%	1,48
окт 00	449,0	2,61%	78,9	370,1	662,5	-1,27%	349,7	-0,36%	77,7	750,7	0,43%	1001,2	0,89%	1415,9	1,98%	1,51
ноя 00	455,2	1,38%	48,3	406,9	684,2	3,27%	358,4	2,48%	93,9	777,1	3,53%	1036,4	3,52%	1457,3	2,92%	1,51
дек 00	519,6	14,15%	—	—	739,2	8,04%	419,3	17,00%	107,3	879,3	13,15%	1144,3	10,41%	1560,0	7,04%	1,55

	ИНЦ (% в месяц)	Официальный курс рубля (руб/\$)	Темп роста курса руб/\$	Золотовалютные резервы (млн. \$)	Валютные резервы (млн. \$)	Золото (млн. \$, из расчета 300\$ / 1 тр. унцию)	Индекс РТС-1	Темп роста индекса РТС-1 (% в месяц)	Объем сделок в РТС (млн. \$)	Средневзвешенная доходность ГКО-ОФЗ (% годовых)	Оборот вторичного рынка ГКО-ОФЗ (млн. руб.)	INSTAR (1 день) (%) годовых	Реальный курс рубля к доллару США (дек 1997=100)
авг 98	3,7%	7,905	26,04%	12459	8198	4262	65,61	-56,16%	233,3	74,48%	26867,9	44,85%	55,03
сен 98	38,4%	16,0645	103,22%	12709	8840	3869	43,81	-33,23%	27,7	—	—	153,93%	57,57
окт 98	4,5%	16,01	-0,34%	13572	9656	3916	57,54	31,34%	44,8	—	—	33,16%	54,48
ноя 98	5,7%	17,88	11,68%	12480	8175	4306	71,46	24,19%	60,3	—	—	22,19%	52,68
дек 98	11,6%	20,65	15,49%	12223	7801	4422	58,93	-17,53%	43,8	—	—	30,74%	52,05
янв 99	8,5%	22,60	9,44%	11621	7078	4543	55,12	-6,47%	26,8	65,72%	244,8	26,08%	53,50
фев 99	4,1%	22,86	1,15%	11437	7284	4153	70,03	27,05%	102,3	71,53%	991,6	24,99%	51,84
мар 99	2,8%	24,18	5,77%	10765	6679	4086	80,36	14,75%	186,8	63,19%	4502,4	22,78%	52,90
апр 99	3,0%	24,23	0,21%	11168	7074	4094	91,83	14,27%	161,2	80,39%	3346,6	19,87%	53,60
май 99	2,2%	24,44	0,87%	11937	8034	3903	97,64	6,33%	197,3	75,90%	4278,4	6,19%	55,11
июн 99	1,9%	24,22	-0,90%	12152	8188	3964	125,65	28,69%	272,1	57,45%	8102,2	5,39%	56,56
июл 99	2,8%	24,19	-0,12%	11921	7827	4094	116,49	-7,29%	330,2	65,79%	9224,6	9,24%	55,81
авг 99	1,2%	24,75	2,32%	11231	6824	4407	102,50	-12,01%	184,6	69,70%	14069,7	8,69%	55,63
сен 99	1,5%	25,08	1,33%	11212	6634	4579	83,12	-18,91%	172,6	76,26%	14643,0	18,07%	54,21
окт 99	1,4%	26,05	3,87%	11752	7081	4671	97,80	17,66%	151,7	83,56%	25769,0	13,31%	54,06
ноя 99	1,2%	26,42	1,42%	11504	7599	3906	112,36	14,89%	264,1	81,10%	9672,6	7,14%	53,59
дек 99	1,3%	27,00	2,20%	12456	8457	3998	177,71	58,16%	289,3	65,81%	12132,4	13,39%	51,69
янв 00	2,3%	28,55	5,74%	12948	8911	4035	172,31	-3,04%	489,51	45,50%	8521,8	9,43%	51,70
фев 00	1,0%	28,66	0,39%	13657	9606	4051	170,93	-0,80%	441,48	33,13%	19457,7	9,94%	51,95
мар 00	0,6%	28,46	-0,70%	15532	11456	4076	231,88	35,66%	810,76	30,53%	17914,9	4,65%	52,50
апр 00	0,9%	28,40	-0,21%	17091	13410	3682	226,87	-2,16%	499,39	27,71%	14694,9	8,85%	53,66
май 00	1,8%	28,25	-0,53%	19570	15878	3692	190,21	-16,16%	417,20	27,02%	11221,0	7,96%	55,16
июн 00	2,6%	28,05	-0,71%	20996	17685	3312	171,40	-9,89%	411,96	20,78%	20411,1	4,57%	56,53
июл 00	1,8%	27,80	-0,89%	23302	19955	3347	194,09	13,24%	396,46	22,58%	20628,4	2,59%	57,20
авг 00	1,0%	27,75	-0,18%	23731	20289	3442	239,99	23,65%	628,95	19,51%	21304,4	4,50%	57,64
сен 00	1,3%	27,75	0,00%	25007	21474	3533	199,08	-17,05%	443,59	19,76%	16428,7	3,34%	58,58
окт 00	2,1%	27,83	0,29%	25880	22290	3590	189,00	-5,06%	414,07	18,76%	16969,2	4,18%	
ноя 00	1,5%	27,85	0,07%	27667	24035	3632	143,42	-24,12%	353,91	20,85%	13003,5	8,21%	
дек 00	1,6%	28,16	1,11%	27951	24264	3687	143,29	-0,09%	247,18	20,94%	10773,6	6,41%	

Примечание: ЧВА – чистые внутренние активы, ЧМР – чистые международные резервы.

Источники: Госкомстат РФ, ЦБ РФ, РТС, ИА «Финмаркет», РЕЦЭП, International financial statistics.