

## КРИЗИС ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ: ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА\*

### Природа и основные факторы развития финансового кризиса

*Бюджетный кризис.* Главной причиной, определившей высокую уязвимость России в ходе развития мирового финансового кризиса, явилась несбалансированность государственных финансов. Начиная с 1995 г. процесс макроэкономической стабилизации – снижение темпов инфляции, обменного курса рубля, процентных ставок – осуществлялся за счет проведения жесткой денежной политики на фоне высокого уровня бюджетного дефицита, составлявшего от 11,8% в 1994 г. до 3,9% в первой половине 1998 г. Значительный дефицит государственных финансов привел к быстрому росту государственного долга и расходов на его обслуживание, одновременно снижая величину национальных сбережений и уменьшая текущее сальдо платежного баланса.

С 1992 г. в России наблюдалось существенное снижение доходов бюджетной системы. Высокий уровень перераспределения финансовых ресурсов через государственный бюджет в СССР обеспечивался соответствующей степенью централизации управления народным хозяйством. Демократизация политического режима и переход к рыночной экономике обусловили появление новых для России закономерностей функционирования системы государственных финансов. На высокоагрегированном уровне такие закономерности выражаются в наличии устойчивой связи между уровнем экономического развития страны и уровнем обязательных налоговых изъятий. В настоящее время данный уровень не превышает 30% ВВП плюс-минус несколько процентных пунктов.

Таким образом, основным препятствием на пути преодоления кризиса государственных финансов в России стала неспособность власти сократить расходы в необходимой степени и тем самым ликвидировать бюджетный дефицит. Таблица 1 содержит данные о расходах консолидированного бюджета России (включая внебюджетные фонды) за 1991–первое полугодие 1998 гг.

Из анализа представленных в таблице данных вытекают два вывода. Во-первых, сокращение расходов государства происходило крайне медленно и было совершенно недостаточным для установления бюджетного равновесия. Во-вторых, в России сформировалась нерациональная структура расходов. Но в краткосрочной перспективе боль-

---

\* Данный материал подготовлен сотрудниками направления макроэкономики и финансов ИЭППП С. Архиповым, С. Дробышевским, С. Баткибековым, И. Труниным под руководством зам. директора института С. Синельникова. Авторы выражают благодарность Е. Гайдару и Р. Энтову за многочисленные ценные замечания, высказанные ими при подготовке данной работы.

– Реальные расходы консолидированного бюджета России в 1991-1998 гг.  
(млрд. руб. в ценах 1991 г.)

	1991 г.*	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.**
Государственные расходы и ссуды за вычетом погашений	901	724	493	421	335	336	355	138
Расходы на содержание органов государственной власти и управления	8	7	9	10	6	6	9	4
На оборону	82	53	45	39	24	23	25	7
На содержание правоохранительных органов	20	15	16	16	13	14	18	6
На науку	8	7	6	4	2	3	3	1
Социальные и коммунальные услуги	208	153	183	159	131	130	147	62
в том числе:								
образование	–	42	43	39	29	30	35	13
культура, искусство и средства массовой информации	–	7	7	7	5	4	5	1
здравоохранение и физкультура	–	29	34	28	21	20	34	25
социальное обеспечение	–	76	99	86	76	76	74	33
Государственные услуги, предоставляемые народному хозяйству**	238	232	129	97	79	70	79	25

\* Расходы российского бюджета и союзного бюджета на территории России.

\*\* В 1992 г. оценка субсидий импортерам по текущему курсу рубля составила 10,5% ВВП, в 1993 – 1,1% ВВП.

\*\*\* Первое полугодие

Источник: Минфин РФ, Госкомстат РФ, ИЭППП.

шая часть расходов не поддается дальнейшему сжатию. Сокращение расходов на управление, оборону, содержание правоохранительных органов, дотации региональным бюджетам и т.д. требует проведения радикальных реформ в соответствующих сферах.

Отдельно стоит вопрос о сокращении социальных расходов. Очевидно, груз социальных расходов, равный 16–19% ВВП, является непосильным для страны такого уровня развития, как Россия. Одновременно существуют серьезные ограничения на его снижение, связанные с поддержкой населением проводимых экономических преобразований, которая в немалой степени определяется динамикой социальных расходов государства. Кроме того, расходы государства, обеспечивающие поддержание высокого образовательного уровня населения, – один из важных факторов экономического роста. Тем не менее резервы подобного сокращения кроются в переориентации всей системы социальной помощи населению на адресную поддержку, при которой происходит концентрация финансовых ресурсов, на поддержку социально незащищенных групп населения.

*Проблема обслуживания и рефинансирования государственного долга.* Недостаточность мер по сокращению государственных расходов до 1995 г. обусловила необходимость финансирования дефицита бюд-

жета за счет сеньоража. Начиная с 1995 г. стал быстро нарастать внутренний государственный долг за счет заимствований на рынке ценных бумаг. К середине 1998 г. внутренний долг возрос до 25,6% ВВП. Увеличение внутреннего долга потребовало повышения расходов на его обслуживание. К 1998 г. они превратились в одну из наиболее крупных расходных статей федерального бюджета. В 1996 г. их величина достигала 4,8% ВВП, в первом полугодии 1998 г. – 3,9% ВВП.

Одновременно началось широкое использование заимствований на внешних финансовых рынках (см. табл. 2). Тем не менее общий уровень долговой нагрузки, равный 49,8% ВВП (на 1 января 1998 г.), можно оценить как относительно низкий<sup>1</sup>. Причем высокие объемы внешнего долга в значительной степени определяются задолженностью бывшего СССР. Величина собственно российского долга на 1 января 1998 г. составила 7,6% ВВП, то есть 25,2% от общей суммы. За восемь месяцев 1998 г. доля долговых обязательств РФ в общем объеме внешнего долга достигла 36,7%.

Т а б л и ц а 2

	Долг СССР, млрд. долл.	Долг РФ, млрд. долл.	Обслуживание, % к ВВП
1992 г.	104,9	2,8	0,7
1993 г.	103,7	9,0	0,3
1994 г.	108,6	11,3	0,5
1995 г.	103,0	17,4	0,9
1996 г.	100,8	24,2	0,9
1997 г.	97,8	33,0	0,7
1998 г.*	95,0	55,0	1,2

\* Оценка.

Источник: Минфин РФ.

Особенности ситуации с внутренним долгом определяются его краткосрочным характером и большой долей долга, принадлежащего нерезидентам. Низкий уровень монетизации (16,2%) обуславливает невысокие объемы внутренних финансовых сбережений, что накладывает на величину внутреннего долга более серьезные ограничения, чем в развитых странах (уже весной 1996 г. краткосрочный внутренний долг превысил банковские депозиты населения).

Внутренний долг в России был представлен краткосрочными (в основном до одного года) ценными бумагами. Их дюрация возросла за 1995 г. с 60 до 90 дней, за 1996 г. – до 150, за 1997 г. – до 250 дней. К сожалению, к августу 1998 г. данный показатель составил только около 330 дней. В результате средства, необходимые ежемесячно лишь для погашения ранее выпущенных облигаций (без учета купонных выплат по двух- и трехлетним купонным бумагам, ОФЗ), достигли в первой половине 1998 г. 10–15% месячного ВВП.

Ситуация, при которой государственные заимствования требовали значительно больше ресурсов, чем составляла величина внутренних

<sup>1</sup> Так, в соответствии с Маастрихтскими соглашениями о создании Европейского валютного союза кандидаты на вступление в этот союз должны обеспечить снижение отношения государственного долга к ВВП до 60%.

ликвидных сбережений, предопределила решение о допуске нерезидентов на рынок внутреннего государственного долга. По данным Минфина РФ, в апреле 1998 г. доля нерезидентов составляла около 28% рынка. Доступ нерезидентов на рынок внутреннего государственного долга позволил решить задачу снижения процентных ставок в российской экономике, тем самым уменьшая нагрузку на бюджет в части расходов на обслуживание государственного долга. Одновременно широкое участие иностранных инвесторов в финансировании дефицита государственного бюджета резко усилило зависимость экономики России от конъюнктуры мировых финансовых рынков.

Но существенное ослабление контроля за иностранным капиталом и соответствующее снижение стоимости обслуживания государственного долга создали у правительства иллюзию отсутствия проблем с обеспечением финансирования дефицита государственного бюджета, по крайней мере в среднесрочной перспективе. С этой точки зрения допуск нерезидентов на рынок внутреннего долга увеличил риск выбора мягкой бюджетной политики, не предполагавшей резкого снижения бюджетного дефицита и соответственно потребностей в государственных заимствованиях.

Внешние заимствования являются более длинными по сравнению с ценными бумагами, размещаемыми на внутреннем рынке. Однако с 1999 г. Россия должна начать выплаты предоставленных ранее международными финансовыми организациями кредитов и займов, а с 2001 г. – нести расходы по погашению размещенных в 1997–1998 гг. евробондов. В течение ближайших 10 лет ежегодные затраты только на погашение долгов международным финансовым организациям и процентные выплаты инвесторам, купившим российские еврооблигации, составят от 3,5 млрд. до 5 млрд. долл. США. Кроме того, в 2002 г. кончается льготный период обслуживания долгов Лондонскому и Парижскому клубам, что также означает значительный рост годовых объемов внешних выплат.

Тем не менее можно говорить о том, что в 1997–1998 гг. проводимая политика управления государственным долгом в недостаточной степени учитывала преимущества внешних заимствований по сравнению с внутренними. Попытка увеличить объем внешних займов за счет размещения евробондов в этот период реализовывалась, на наш взгляд, не очень последовательно. За 1997–1998 гг. объем размещения еврозаймов составил около 14,9 млрд. долл. США. Если бы консолидация долга (замена краткосрочного долга на долгосрочный) путем изменения соотношений внутренних и внешних заимствований проводилась более интенсивно, то угрозу финансового кризиса, по-видимому, можно было несколько ослабить<sup>2</sup>.

*Динамика показателей платежного баланса.* При анализе факторов, определяющих возникновение отрицательного сальдо платежного баланса по текущим операциям и изменение в 1997 г. источников финансирования дефицита платежного баланса, важно иметь в виду внутрен-

<sup>2</sup> Очевидно, вопрос о том, могли ли какие-либо тактические меры предотвратить развитие событий, которое наблюдалось в 1998 г. в России, не имеет однозначного ответа. Тем не менее ближайшее будущее покажет, сможет или нет избежать острого финансового кризиса Бразилия, в которой при сопоставимых условиях на момент осени 1997 г. проводимая экономическая политика, на наш взгляд, в большей мере соответствовала требованиям экономической ситуации.

ную противоречивость экономической ситуации в России. С одной стороны, при падении цен на нефть у экономических агентов возникли подозрения относительно завышенности курса рубля и соответственно появились ожидания девальвации. Эти ожидания усиливались также из-за роста спроса на валюту в связи с необходимостью обслуживания и погашения внешнего долга. Изменения конъюнктуры на мировых рынках энергоносителей сделали корректировку проводимой курсовой политики и определенное обесценение рубля действительно необходимыми. Это стало очевидным в IV квартале 1997 г., когда обозначилась тенденция использования официальных золотовалютных резервов в качестве одного из основных источников финансирования дефицита.

Однако, с другой стороны, в условиях экономической ситуации, которая характеризуется наличием короткого внутреннего государственного долга и высокой долей нерезидентов на этом рынке, любые попытки изменения курсовой политики (в частности, попытки ускорения обесценения рубля) вызывают массовый отток иностранных инвесторов с финансовых рынков, рост процентных ставок, увеличение спроса на валюту, снижение валютных резервов, повышение риска дефолта по государственным обязательствам и резкой девальвации. В результате политика постепенного обесценения рубля в целях уравнивания платежного баланса становится практически неосуществимой.

Начиная со II квартала 1997 г. сальдо по счету текущих операций в основном принимает отрицательные значения (исключение составляет IV квартал 1997 г., когда был зафиксирован положительный показатель на уровне, не превышающем 400 млн. долл.). Среди важнейших факторов, вызвавших уменьшение сальдо по счету текущих операций, можно выделить неблагоприятную конъюнктуру на мировом рынке основных российских экспортных товарных групп (как видно из рис. 1, колебания торгового баланса РФ практически полностью повторяют изменения мировых цен на нефть), а также увеличение общего объема выплат про-



Источник: ЦБ РФ, International Financial Statistics.

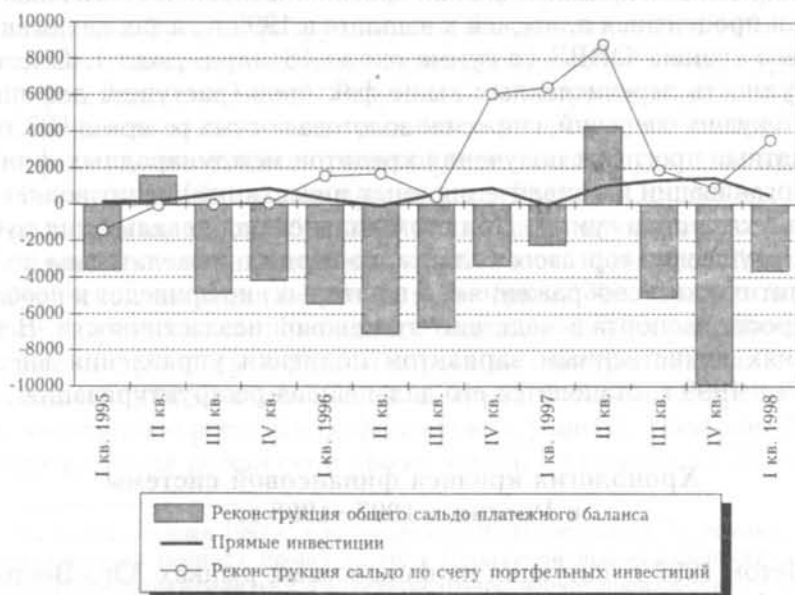
Рис. 1



центных доходов нерезидентам (по итогам 1997 г., сальдо выплаченных доходов по услугам капитала составило -8 млрд. долл., или 1,75% ВВП).

Несмотря на неблагоприятную динамику счета текущих операций, сальдо по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами в 1997 г. оставалось положительным и было зафиксировано на уровне 19,5 млрд. долл., или 4,2% ВВП, что привело к формированию активного сальдо общего платежного баланса. Однако профицит финансового счета в 1997 г. возник вследствие показанного в платежном балансе притока иностранных портфельных инвестиций, а сальдо по остальным статьям счета операций с капиталом и финансовыми инструментами в течение года принимало либо отрицательные, либо невысокие положительные значения. Это было вызвано реструктуризацией задолженности России по долгам бывшего СССР перед членами Лондонского клуба, которая была осуществлена путем выпуска облигаций на сумму основного долга (22,1 млрд. долл.) и на просроченные проценты (6,1 млрд. долл.). Отражение данной операции в платежном балансе заключалось в уменьшении задолженности госсектора по привлеченным кредитам (снижение просроченной задолженности) и соответствующем увеличении обязательств по портфельным инвестициям нерезидентов (как результат выпуска ценных бумаг). В целях получения значений сальдо по счетам платежного баланса, отражающих реальное положение дел в IV квартале 1997 г., нами была произведена реконструкция счетов "портфельные инвестиции" и "пассивы сектора государственного управления" платежного баланса РФ, заключающаяся в уменьшении пассивов резидентов по портфельным инвестициям на сумму реструктурированного долга и одновременном увеличении обязательств сектора государственного управления (см. рис. 2).

**Реконструкция сальдо по счетам инвестиций платежного баланса РФ и общего сальдо платежного баланса в 1995 – I квартале 1998 гг.**



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 2

Анализ реконструированного платежного баланса России за 1997 г. показывает значительное снижение сальдо по счету портфельных инвестиций в IV квартале до 906 млн. долл. США (0,72% ВВП) и общего сальдо платежного баланса до -9,9 млрд. долл. США (-7,9% ВВП). Таким образом, для динамики портфельных иностранных инвестиций осенью 1997 г. был характерен резкий перелом. Наряду с ухудшением конъюнктуры цен на основные товары российского экспорта этот фактор в конце 1997 – первой половине 1998 гг. привел к катастрофическому росту дефицита платежного баланса, финансируемого за счет внешних резервов ЦБ РФ. В IV квартале 1997 г. золотовалютные резервы уменьшились на 5,9 млрд. долл. Согласно предварительным данным о состоянии платежного баланса РФ, во II квартале 1998 г. в России впервые за период составления баланса был зафиксирован дефицит торгового баланса (более 1 млрд. долл.), продолжался рост дефицита по счету текущих операций (дефицит превысил 4 млрд. долл.) при дальнейшем увеличении величины обслуживания внешней задолженности (отрицательный баланс услуг капитала превысил 4 млрд. долл.).

Если весной и в начале лета 1998 г. дефицит текущего платежного баланса финансировался за счет как привлечения портфельных инвестиций и кредитов МВФ, так и снижения золотовалютных резервов ЦБ, то в августе 1998 г. валютные резервы как источник финансирования дефицита были практически исчерпаны (за июль 1997 – август 1998 гг. золотовалютные резервы ЦБ сократились на 12 млрд. долл.), дальнейшее привлечение портфельных инвестиций в связи с кризисом оказалось невозможным, а первый транш расширенного кредита МВФ был израсходован на поддержание курса рубля в рекордно короткие сроки. В этих условиях единственным способом уравнивания платежного баланса являлась девальвация рубля, решение о которой было принято 17 августа.

При анализе состояния платежного баланса России также возникает вопрос об источниках финансирования основной суммы внешнего долга и процентных платежей к выплате в 1999 г., а также погашения третьего транша ОВВЗ (в сумме около 18 млрд. долл.). Очевидно, совокупность перечисленных выше факторов (растущий дефицит по счету текущих операций, снижение золотовалютных резервов ЦБ, неблагоприятные прогнозы получения кредитов международных финансовых организаций и привлечения иных инвестиций) не позволяет выплатить указанную сумму. При этом дальнейшая девальвация рубля в целях улучшения торгового баланса, во-первых, нежелательна по внутриполитическим соображениям, а во-вторых, не приведет к необходимому росту экспорта вследствие его ценовой неэластичности. В таких условиях единственным вариантом политики управления внешним долгом в 1999 г. становится его дальнейшая реструктуризация.

### **Хронология кризиса финансовой системы в России в 1997–1998 гг.**

Летом 1997 г. ситуация на финансовых рынках Юго-Восточной Азии начала обостряться, но это практически не сказывалось на российской экономике. Важным фактором, обеспечивавшим благоприят-

ную оценку перспектив российской экономики в глазах иностранных инвесторов, была достаточно четкая и последовательная программа реформ команды “молодых реформаторов” во главе с А. Чубайсом и Б. Немцовым. В краткосрочном плане в начале осени 1997 г. российская экономика характеризовалась в целом позитивной динамикой конъюнктуры<sup>3</sup>. Относительная политическая устойчивость в стране вместе с повышенной деловой активностью российских компаний и банков создавала благоприятное впечатление у западных инвесторов по поводу перспектив российской экономики.

Однако финансовая стабилизация и бурное развитие российских финансовых рынков происходили на фоне углубления фундаментальных экономических проблем: фискального кризиса, значительного ухудшения состояния платежного баланса и нарастания предпосылок усиления нестабильности экономической политики. Внушало серьезные опасения соотношение краткосрочных обязательств государства, находящихся у нерезидентов, и внешних резервов ЦБР, характеризующее курсовой риск при репатриации прибыли от вложений на российских финансовых рынках. Кроме того, после политических скандалов по поводу проведенного в июле 1997 г. конкурса по продаже пакета акций АО “Связьинвест” оценка инвесторами уровня стабильности политической ситуации и возможностей команды “молодых реформаторов” серьезно ухудшилась. Одновременно к середине августа 1997 г. кризисные явления в экономиках и на финансовых рынках стран Юго-Восточной Азии набрали такую силу, что уже начали оказывать заметное влияние на конъюнктуру финансовых рынков ведущих западных стран.

*Начало кризиса (ноябрь–декабрь 1997 г.).* 27 октября 1997 г. падение индекса Dow Jones Industrial Average достигло рекордной отметки 554 пункта. Несмотря на последующее быстрое восстановление значения индекса Доу-Джонса и других американских фондовых индексов, эту дату можно считать началом разворачивания финансового кризиса в России, разрушившего все достигнутые к 1997 г. макроэкономические результаты и повлекшего за собой смену курса экономических преобразований. Разумеется, обострение мирового финансового кризиса, коснувшееся развитых рынков и вызвавшее обвал цен на ряде развивающихся рынков, было лишь спусковым крючком для начала разрушительных процессов в России. Однако мы можем рассматривать конец октября 1997 г. как дату, начиная с которой доверие иностранных инвесторов к устойчивости финансовой и макроэкономической ситуации в России, несмотря на некоторые колебания, в целом снижалось, сопровождаясь падением цен на российские финансовые инструменты и ростом спроса на иностранную валюту.

Неблагоприятные изменения в мировой конъюнктуре вызвали отток капиталов с российских финансовых рынков. Наиболее быстро это отразилось на российском рынке акций. За неделю – с 27 октября

<sup>3</sup> За десять месяцев 1997 г. рост реального ВВП составил 0,7% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Продукция промышленности увеличилась в реальном выражении на 2,4%, сельскохозяйственное производство – на 12,0%. Инфляция в октябре составила 0,2%, а накопленный с начала года индекс цен – 9,2%. Доходы федерального бюджета за десять месяцев составили 10,9% ВВП.



по 2 ноября 1997 г. – фондовый индекс упал на 18,5%. В целом за ноябрь индекс РТС-1 опустился до значения 328,5, то есть падение котировок составило около 32%.

Следует отметить, что в 1997–1998 гг. наблюдалась достаточно тесная связь между российским фондовым индексом РТС-1 и динамикой индекса Доу-Джонса. Причем эта зависимость асимметрична: наиболее тесная зависимость проявлялась в периоды снижения индекса Доу-Джонса<sup>4</sup>. Содержательное объяснение этого заключается в том, что в условиях роста курсов акций на американских биржах вложения в иностранные акции могут как увеличиваться, так и уменьшаться (что определяется различными факторами, характеризующими доходности, риски и т.д.). Однако в условиях ухудшения конъюнктуры на мировых фондовых рынках инвесторы резко ограничивают свое присутствие на развивающихся рынках, что ведет к соответствующему падению котировок.

Уже в первую неделю кризиса средневзвешенная доходность на рынке государственных долговых обязательств возросла с 22 до 28% годовых. Заметно возросли объемы торгов: недельный оборот вторичного рынка увеличился более чем в два раза. Одновременно произошло резкое падение котировок российских еврооблигаций. Спрэд доходности между российскими внешними облигационными займами и государственными ценными бумагами в соответствующей валюте с близкими сроками погашения возрос к 10 ноября на 70–100 базисных пунктов по сравнению со средним уровнем за октябрь.

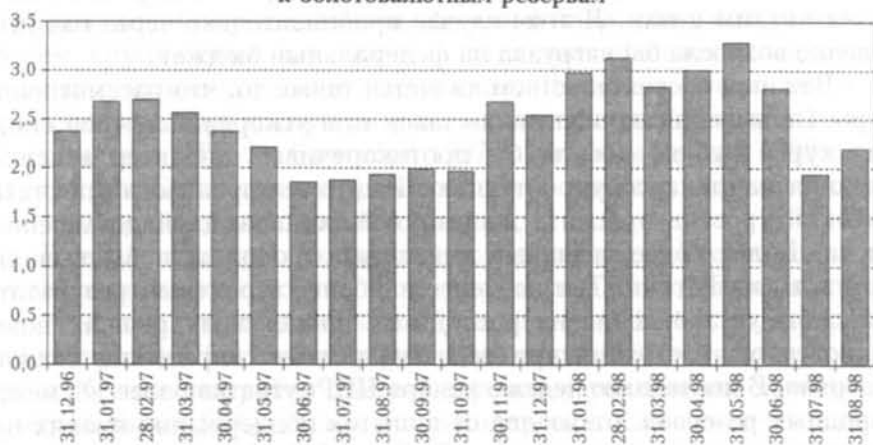
В результате ЦБР оказался перед выбором политики, соответствующей условиям финансового кризиса. Разумеется, в сложившейся ситуации уже не существовало хороших решений. ЦБР пришлось выбирать между плохими и очень плохими решениями. Речь шла о двух возможных вариантах политики или их какой-либо комбинации. Первый вариант сводился к защите от атак на рубль путем увеличения процентных ставок на рынке государственных обязательств, что позволяло избежать потерь международных резервов. Второй вариант заключался в удержании процентных ставок на относительно низком уровне путем проведения операций на открытом рынке.

К сожалению, в ноябре ЦБР придерживался второго варианта, пытаясь реализовать политику удержания процентных ставок за счет увеличения принадлежащего ему пакета ГКО. Только 11 ноября, то есть с двухнедельным опозданием, ЦБР увеличил ставку рефинансирования с 21 до 28%, что было явно недостаточно для обеспечения равновесия на рынке государственного долга. Интервенции на рынке ГКО дали возможность ЦБР вплоть до последней недели ноября предотвращать повышение ставок выше 30%. Однако возросший спрос на валюту со стороны нерезидентов, продавших свои пакеты государственных облигаций, привел к быстрому сокращению золотовалютных резервов ЦБР и поставил под удар устойчивость курсовой политики. За ноябрь внешние резервы ЦБР уменьшились с 22,9 млрд. до

<sup>4</sup> См.: Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. Под. ред. Р. Энтова. М.: ИЭПП, 1998, с. 235–240.

16,8 млрд. долл. На конец 1997 г. отношение величины краткосрочного долга к золотовалютным резервам составило около 2,4, затем произошло некоторое повышение данного показателя, связанное в основном с ростом объема заимствований (см. рис. 3).

Отношение краткосрочного государственного долга  
к золотовалютным резервам



Источник: ЦБ РФ, ИА "Финмаркет", ИЭПП.

Рис. 3

Проведение такой политики ЦБР представляется нам серьезной ошибкой, которая в значительной мере предопределила дальнейшее развитие кризиса. ЦБР не следовало поддерживать низкий уровень процентных ставок на рынке ГКО-ОФЗ, надо было допустить их рост до установления рыночного равновесия на более высоком уровне<sup>5</sup>. При своевременном существенном увеличении ставки рефинансирования и соответствующем росте процентных ставок по государственным ценным бумагам атака на российский рубль могла бы быть гораздо менее интенсивной, в результате отношение краткосрочного долга к внешним резервам не достигло бы опасного, с точки зрения иностранных инвесторов, значения. Политика повышения процентных ставок могла бы быть дополнена обеспечением более высоких темпов обесценения курса рубля. Это хотя и послужило бы для инвесторов сигналом увеличения риска девальвации, но при достаточном уровне внешних резервов и прогнозируемом поведении обменного курса могло способствовать стабилизации валютного рынка. Такая политика могла быть реализована путем сужения валютного "коридора" с увеличением угла его наклона.

Однако 10 ноября 1997 г. Центробанк объявил целевые ориентиры курсовой политики на 1998–2000 гг. В 1998 г. предполагалось расширение валютного "коридора". Средний обменный курс доллара США должен был составить 6,1 руб./долл., а на ближайшие три года – 6,2 руб./долл.. При этом возможные колебания не должны

<sup>5</sup> При этом с 1 января 1998 г. не следовало допускать полной либерализации рынка внутреннего долга для нерезидентов, в частности, отменять гарантированный уровень доходности и регламентацию сроков репатриации прибыли.

были превышать 15% от этого уровня (от 5,25 до 7,15 руб./долл.). На практике ЦБР, подав рынкам негативный сигнал об увеличении курсового риска, продолжал поддерживать валютными интервенциями низкие темпы снижения курса рубля. Нельзя не признать, что прекращение подобной меры поставило бы Минфин РФ в довольно сложное положение, когда новые обязательства пришлось размещать по более низким ценам. В этом случае приблизительно через год существенно возросла бы нагрузка на федеральный бюджет.

Важным обстоятельством является также то, что рассмотренные меры (повышение процентных ставок при ускорении темпов снижения курса рубля) носили бы противоречивый характер в аспекте влияния на финансовую ситуацию. Ряд инвесторов могли посчитать высокий уровень процента достаточной компенсацией повышенного риска. Более консервативные инвесторы продолжали бы выводить капиталы из России. Тем не менее наиболее вероятным результатом стало бы установление на российских финансовых рынках нового равновесного состояния при не очень резком сокращении внешних резервов. В последнюю неделю ноября ЦБР, утратив более  $1/4$  международных резервов, отказался от попыток поддержания низких процентных ставок и ушел с рынка ГКО-ОФЗ. Средневзвешенная доходность государственных обязательств увеличилась до 40% годовых.

Одним из факторов, демонстрирующих неадекватную реакцию правительства на углубляющийся кризис, явилось отсутствие разработанной программы мер по сокращению государственных расходов и дефицита государственного бюджета. Дополнительной причиной ухудшения ситуации на финансовых рынках стали осуществленные в конце ноября изменения в составе правительства, вселившие в инвесторов неуверенность в способности исполнительной власти проводить осмысленную последовательную финансовую политику.

В декабре на финансовых рынках наблюдалась относительная стабилизация. Доходность государственных ценных бумаг и обороты на вторичном рынке постепенно уменьшились. Произошел рост котировок на фондовом рынке: индекс РТС-1 за месяц вырос на 20,8%, так что общее падение по сравнению с 27 октября составило 18,2%.

*Углубление кризиса (январь 1998 г.) и временная стабилизация (февраль-апрель 1998 г.).* В конце 1997 – начале 1998 гг. кризис в Юго-Восточной Азии начал нарастать. Это снова послужило причиной ухудшения положения на российских финансовых рынках. Повышенные оценки уровня риска в России и последующее перераспределение лимитов на инвестиции в различных странах у крупных инвестиционных фондов вызвали очередное падение цен на рынке акций и рост уровня доходности на рынке ГКО-ОФЗ. В начале января процентная ставка на рынке государственных ценных бумаг вновь возросла до 40% и сохранялась на этом уровне до конца месяца. В связи с общими пессимистическими настроениями относительно перспектив экономической ситуации, а также обострившимся положением с ликвидностью (вследствие валютных интервенций в январе денежная масса М2 сократилась по отношению к октябрю 1997 г. на 2,1%) сброс бумаг стали осуществлять и внутренние участники рынка.

Ожидавшаяся стабилизация экономической и финансовой ситуации в Азиатском регионе и пересмотр российских инвестиционных лимитов в наступающем году заставили многих инвесторов ориентироваться на рост цен на российском рынке акций. По-видимому, этим объяснялся 13-процентный рост индекса РТС-1 в конце декабря 1997 – начале января 1998 гг. Однако повышения котировок в январе 1998 г. не произошло. Очередной виток кризиса в Азии, сопровождаемый падением крупнейших азиатских и западных фондовых индексов, разрушил оптимистические настроения. В январе имели место два серьезных падения котировок российских ценных бумаг и общее падение индекса РТС-1 с 6 октября 1997 г. до конца января 1998 г. достигло 50,9%. Снижение котировок акций российских компаний приобрело самоподдерживающийся характер.

В результате оттока портфельных инвестиций из России усилившееся давление на рубль обусловило в начале года быстрые темпы повышения официального обменного курса доллара США и рост форвардных котировок. Как видно из рис. 4, попытки ЦБР в январе ускорить темпы обесценения рубля привели к резкому увеличению процентных ставок на рынке ГКО. Рынок экстраполировал повышение темпов роста курса и реагировал на это увеличением процентных ставок, компенсирующим снижение доходности, исчисленной в валюте. Такая реакция рынка подтверждает высказанные выше соображения о том, что проведение девальвации в условиях кризиса доверия при коротком государственном долге, высокой доле нерезидентов на этом рынке, низком уровне валютных резервов является труднореализуемым решением.



Источник: ЦБ РФ, ИА "Финмаркет".

Рис. 4

Следует также отметить, что отсутствие стабилизационных мер ЦБР на валютном рынке в условиях достаточно широкого валютного "коридора" привело к существенному увеличению амплитуды колебаний курса. Повысившаяся изменчивость курса рубля, в свою очередь, усилила недоверие инвесторов к способности ЦБР последовательно осуществлять объявленную курсовую политику.

Во второй половине января вновь обострилась политическая напряженность. В правительстве произошло серьезное перераспределение полномочий: в ведении А. Чубайса осталась экономика, финансовая сфера перешла под кураторство В. Черномырдина. Б. Немцов был освобожден от кураторства над топливно-энергетическим комплексом. Это стало дополнительным фактором, ухудшившим ожидания инвесторов.

В феврале–апреле 1998 г. на рынках наступил период относительной стабилизации. В значительной степени подобные положительные тенденции были следствием нескольких заявлений президента и правительства, в частности, об ужесточении бюджетной политики и достижении уже в 1998 г. первичного профицита федерального бюджета; правительство разработало “12 крупных мер по социально-экономической политике”. Произошел также ряд дополнительных событий, послуживших позитивными сигналами для инвесторов<sup>6</sup>. Так, в феврале МВФ принял решение о продлении до четырех лет трехлетней программы расширенного кредитования для России. Директор-распорядитель фонда М. Камдессю дал понять, что Россия получит очередной транш кредита в объеме 700 млн. долл. и при выполнении всех договоренностей будет получать кредиты до 2000 г. 24 февраля Россия и Великобритания полностью согласовали условия реструктуризации российского долга в рамках Парижского клуба.

Но 23 марта 1998 г. президент отправил в отставку кабинет министров. С. Кириенко был назначен исполняющим обязанности премьер-министра. Краткосрочная реакция финансовых рынков на реформирование правительства была достаточно позитивной. Главным направлением экономической политики правительства становится оздоровление бюджета. Анализ бюджетной политики весной и в начале лета 1998 г. показывает, что кабинету С. Кириенко удалось добиться некоторых успехов в этом направлении.

Как видно из таблицы 3, ситуация с налоговыми поступлениями в федеральный бюджет в I и начале II квартала 1998 г. складывалась несколько лучше, нежели в 1997 г. В то же время фактическому сокращению подверглись практически все расходные статьи обоих бюджетов за исключением обслуживания государственного долга и расходов на государственное управление. В результате дефицит федерального бюджета снизился по сравнению с 1997 г.<sup>7</sup> с 8,7% ВВП до 4,8% ВВП.

Отслеживая динамику задолженности по налоговым платежам в федеральный бюджет за период 1997 – первое полугодие 1998 гг., можно отметить, что в течение всего первого полугодия 1997 г. наблюдалось сокращение недоимок по налоговым платежам (примерно на 11% с января по июнь), что было связано с жесткой позицией прави-

<sup>6</sup> 10 марта 1998 г. рейтинговое агентство Fitch IBCA, несмотря на все колебания конъюнктуры отечественных финансовых рынков, подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг России по заимствованиям в иностранной валюте на уровне ВВ+ и оставило краткосрочный рейтинг России на прежнем уровне – В. Однако рейтинговое агентство Moody's на следующий день объявило о понижении кредитного рейтинга по внешним заимствованиям в иностранной валюте с Ва2 до Ва3 и по банковским депозитам в иностранной валюте – до В1.

<sup>7</sup> При расчете вторичного дефицита федерального бюджета по международному определению его величина в первом полугодии 1997 г. была примерно на 1% ВВП больше, нежели по данным Минфина РФ.



Т а б л и ц а 3

**Исполнение федерального бюджета в первом полугодии 1997  
и первом полугодии 1998 гг. (в % к ВВП)**

	01.97	02.97	03.97	04.97	05.97	06.97	01.98	02.98	03.98	04.98	05.98	06.98
<b>Доходы</b>												
Налоговые доходы	6,7	7,5	8,4	9,4	9,9	9,2	8,5	8,5	8,8	8,9	9,0	8,9
Всего доходов	8,5	9,7	10,3	11,1	11,5	10,9	10,2	10,3	10,7	10,8	10,9	10,8
<b>Расходы</b>												
Государственное управление	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
Национальная оборона	1,9	2,4	3,2	3,4	3,5	2,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,9
Правоохранительная деятельность и обеспечение безопасности	1,5	1,5	1,8	1,7	1,8	1,6	1,1	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
Наука	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Государственные услуги народному хозяйству	1,0	1,0	1,6	1,7	1,7	1,6	0,4	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8
Социальные услуги	0,6	2,0	2,4	2,5	2,5	2,5	1,6	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9
Обслуживание государственного долга	5,6	6,1	5,9	6,1	5,6	5,4	2,7	3,3	5,0	4,9	5,3	5,2
<b>Всего расходов</b>	<b>15,0</b>	<b>16,4</b>	<b>18,1</b>	<b>19,1</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>14,9</b>	<b>12,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>14,7</b>
<b>Дефицит</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-8,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,9</b>

Источник: Минфин РФ, Госкомстат РФ, ИЭППП.

тельства, направленной на ужесточение налоговой дисциплины и на повышение сбора налоговых платежей. Однако такая положительная тенденция уже в июле 1997 г. сменилась на противоположную – роста недоимки по налоговым поступлениям. Так, в декабре 1997 г. рост реальной недоимки по сравнению с ее июньским значением составил 37%. За первое полугодие 1998 г. рост реальной недоимки по налоговым платежам по сравнению с декабрем 1997 г. составил 20%. Если бы в 1998 г. удалось предотвратить нарастание недоимки (без учета штрафов и пени), то налоговые платежи в федеральный бюджет за период январь-июль составили бы 9,5% ВВП.

*Нарастание и кульминация кризиса (май-август 1998 г.).* В середине мая макроэкономическая ситуация в России начала резко ухудшаться<sup>8</sup>. Котировки государственных ценных бумаг стремительно падали: в середине месяца средневзвешенная доходность ГКО возросла до 33%, к двадцатым числам – до 46, а в последнюю неделю мая достигла 65%. Одновременно значительно возросли обороты вторичного рынка. Падение фондового индекса РТС-1 составило около 40%. Усилилось дав-

<sup>8</sup> Отметим, что при углублении кризиса объективно имеет место несимметричная реакция рынков: любая ошибка экономической политики или плохая новость приводит к серьезным негативным последствиям, в то же время правильные шаги не вызывают положительного отклика рынков.

ление на обменный курс рубля. Валютные резервы за май сократились на 1,4 млрд. долл. (почти 10%). Определенное влияние на такое развитие событий в России оказали дальнейший рост политической и экономической нестабильности в Азии (ситуация в Индонезии и Индии, новый виток кризиса в Южной Корее, Таиланде и др.), а также ожидания повышения процентных ставок Федеральной резервной системой, что повысило бы привлекательность вложений в американские ценные бумаги. Однако более существенное значение имели, по-видимому, внутренние российские события. Наиболее важными событиями из давних негативные сигналы финансовым рынкам были следующие.

Государственная дума приняла, а президент подписал Закон об особенностях распоряжения акциями РАО "ЕЭС России" и акциями других АО электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности. Данный закон нарушил права собственников, так как он предполагает, что в собственности иностранных инвесторов не должно находиться более 25% акций. Это укрепило сомнения в готовности российского руководства гарантировать права собственности. С. Дубинин на заседании правительства заявил об угрозе кризиса финансовой системы и катастрофическом нарастании государственного долга. Вызванный таким заявлением резонанс усиливался из-за отсутствия "прозрачной" статистики, характеризующей денежную и валютную политику. Заявление председателя Счетной палаты Х. Кармокова о необходимости "пропорционального" секвестирования бюджетных расходов было понято средствами массовой информации как предложение о замораживании выплат по обслуживанию и погашению государственного долга.

Появились тревожные симптомы банковского кризиса, проявившиеся во введении внешнего управления в "Токобанке", имевшем значительные кредиты западных банков. Структура баланса банковской системы<sup>9</sup> (наряду с ее общей слабостью в финансовом отношении, обусловленной протекционистским отношением государства к большинству крупных банков) сделала ее крайне уязвимой к девальвации национальной валюты.

Несмотря на нарастание кризиса на российских финансовых рынках, реакция правительства была крайне замедленной, что вызывало сомнения в его способности контролировать ситуацию и само по себе ускоряло развитие кризиса. Лишь в конце мая правительство начинает вплотную заниматься разработкой антикризисных мер. 17–19 мая были

<sup>9</sup> В условиях быстрого роста курса доллара в 1992–1994 гг. в структуре активов коммерческих банков преобладали валютно номинированные кредиты. Быстрое обесценение рублевых обязательств позволяло финансировать даже малоэффективные в валютном выражении проекты. С 1995 г. при относительно стабильном курсе рубля ситуация несколько изменилась: высокая реальная ставка по рублевым обязательствам требовала более эффективного размещения активов. Поэтому в 1995–1996 гг. происходил процесс увеличения величины валютно номинированных пассивов коммерческих банков. В I квартале 1997 г. их величина превысила валютные активы банков. При этом за год к концу I квартала 1998 г. валютные обязательства коммерческих банков возросли примерно в два раза – с 9,5 млрд. до 19,2 млрд. долл. На 1 июля 1998 г. их величина достигла 20,5 млрд. долл. Это увеличение было следствием быстрого роста привлекаемых ссуд и займов при относительно стабильной величине текущих валютных счетов и депозитов. Валютные активы за этот период возросли примерно до 12,1 млрд. долл. Причем рост происходил в основном за счет увеличения выдаваемых кредитов.

сделаны заявления правительства (о приверженности курса на макроэкономическую стабильность), Центрального банка РФ (о неизменности валютной политики и недопустимости эмиссионных методов финансирования бюджета), Министерства финансов (о плане жесткой экономии бюджетных расходов), ФКЦБ (об обеспечении прав инвесторов).

29 мая 1998 г. правительство выступило с заявлением о немедленных мерах по стабилизации финансового рынка и о бюджетно-налоговой политике в 1998 г. Спустя несколько дней после своего назначения Б. Федоров обозначил основные пути повышения уровня собираемости налогов в России. Определенный оптимизм на финансовых рынках начал появляться после визита А. Чубайса в Вашингтон 29–30 мая, в ходе которого обсуждалась проблема предоставления России большого пакета финансовой помощи. В первую неделю июня доходность государственных обязательств снизилась до 51%, а во вторую неделю – до 46%.

Тем не менее отсутствие каких-либо системных действий правительства по преодолению кризиса обусловило новую волну недоверия со стороны инвесторов. Негативным фактором развития ситуации в июне явилась медлительность в проведении переговоров российского правительства с МВФ о выделении стабилизационного кредита. С большим трудом российская сторона согласовывала программу мероприятий по выходу из кризиса, которую был бы готов поддержать МВФ.

В июне серьезно снизились международные кредитные рейтинги России и ряда российских банков и компаний<sup>10</sup>. Здесь важно заметить, что на фоне удачного визита А. Чубайса в Вашингтон снижение рейтингов в начале июня не повлияло негативно на финансовую ситуацию. Однако, когда соответствующие решения о снижении рейтингов наложились на негативную информацию о ходе переговоров по кредиту МВФ после 8 июня, они вызвали резкое ухудшение ситуации на рынке. Массовый вывод средств инвесторов с финансовых рынков после снижения российских кредитных рейтингов привел к новому повышению во второй половине июня процентной ставки по ГКО, которая превысила 50%. Снижение фондового индекса за июнь составило 20%. Это существенно увеличило давление на обменный курс рубля и потребовало масштабных интервенций со стороны ЦБР на валютном рынке.

Несмотря на неблагоприятную ситуацию, 4 июня 1998 г. Россия разместила пятилетние облигации на сумму 1,25 млрд. долл. под ставку 11,75%. 18 июня был размещен новый российский заем на 2,5 млрд. долл. Ставка составила 12,75%. Проведенные размещения послужили негативным сигналом для инвесторов вследствие высокой цены заимствований и снизили котировки других обращающихся евробондов.

17 июня 1998 г. Б. Ельцин назначил А. Чубайса спецпредставителем президента по связям с международными финансовыми организациями в ранге вице-премьера. Данное решение, принятое накануне переговоров с МВФ, было весьма позитивно воспринято участниками российских финансовых рынков. 22 июня в Москву прибыла миссия МВФ во главе с первым заместителем директора-распорядителя фонда

<sup>10</sup> 2 июня – рейтингового агентства Moody's, 2 и 8 июня – агентства Fitch IBCA.

С. Фишером для проведения переговоров о выделении России стабилизационного кредита в размере около 10 млрд. долл. В ходе обсуждений общая сумма стабилизационного кредита была повышена до 15 млрд. долл. Днем позже Совет директоров МВФ утвердил выделение России очередного транша кредита в размере 670 млн. долл. Кроме того, МВФ сделал заявление, в котором поддерживалась позиция российского правительства, предпринимающего меры по поддержанию национальной валюты и недопущению резкой девальвации.

В июне 1998 г. правительство активно разрабатывало антикризисную программу. Среди включенных в нее мер можно выделить: планировавшееся снижение цен на газ и тарифов на электроэнергию, изменение налогового законодательства (переход на взимание НДС по отгрузке, введение единой ставки подоходного налога, снижение ставки налога на прибыль, увеличение ставок акцизов, ограничение числа расчетных счетов предприятий, введение налога с продаж и др.), продажи принадлежащих государству пакетов акций крупных российских корпораций (в частности, 5% акций РАО "Газпром" и государственного пакета акций АО "Связьинвест"). Пакет антикризисных законопроектов был представлен Государственной думе в начале июля 1998 г.

Обострение ситуации на рынке государственных ценных бумаг в первой половине июля 1998 г. характеризовалось ростом средневзвешенной доходности на рынке до 126% годовых. 8 июля 1998 г. Министерство финансов РФ отменило аукционы по размещению двух выпусков ГКО с погашением 6 января и 7 июля 1999 г. и дополнительного транша ОФЗ с постоянным доходом. 13 июля 1998 г. правительство объявило о намерении предложить держателям ГКО конвертировать их в среднесрочные или долгосрочные облигации, номинированные в долларах с погашением в 2005 и 2018 гг.

Некоторое улучшение ситуации произошло после объявления 13 июля 1998 г. о том, что МВФ, МБРР и правительство Японии предоставят России 22,6 млрд. долл. финансовой помощи. Из этой суммы 5,6 млрд. долл. должны были быть предоставлены сразу после завершения заседания Совета директоров МВФ. С 13 по 19 июля средневзвешенная доходность ГКО снизилась до 53%, а индекс РТС-1 увеличился на 34%. Однако 15 июля аукцион по размещению ГКО вновь не состоялся и обслуживание государственного долга было произведено за счет государственного бюджета. 20 июля было объявлено о прекращении выпуска государственных ценных бумаг сроком на один год.

К сожалению, многие законопроекты, входившие в антикризисный пакет, были отклонены Государственной думой. Поскольку принятие данных законов являлось составной частью обязательств российской стороны перед МВФ при получении финансовой поддержки, то можно было предположить некоторое снижение ее размеров. Тем не менее в результате переговоров А. Чубайса с руководством МВФ размеры первого транша были уменьшены не очень существенно: с 5,6 млрд. до 4,8 млрд. долл. 21 июля МВФ принял решение о выделении России нового пакета помощи<sup>11</sup>. Всего в 1998 г. планиро-

<sup>11</sup> Данный транш поступил на счета ЦБР 23 июля 1998 г.

валось предоставить России более 11 млрд. долл. После принятия данного решения Россия направила в МВФ запрос о возможности открытия программы кредитования на 1999–2001 гг. Общий объем заимствований предполагался в размере 8 млрд. долл.

В Заявлении правительства и Центрального банка РФ от 20 июня 1998 г. были определены такие важнейшие меры в области государственных финансов, как усиление контроля за уплатой текущих налоговых обязательств, удлинение сроков погашения внутреннего долга, обеспечение первичного профицита бюджета в 1999 г. в размере 3% ВВП, снижение непроцентных расходов бюджета до 10 % ВВП, сокращение дефицита бюджета до 2,75% ВВП. Правительство предполагало внести изменения в Налоговый кодекс РФ, касающиеся введения единой ставки НДС в размере 20%, перехода к взиманию НДС по методу начисления, ликвидации льгот для ЗАТО, изменения структуры ставок подоходного налога с физических лиц, введения налога с продаж в размере 5%, отмены всех отсрочек по уплате налогов.

Несмотря на снижение величины первого транша, финансовые рынки положительно отреагировали на это событие. Доходность государственных обязательств уменьшилась до 45%. Таким образом, дальнейшее развитие ситуации во многом зависело от четких сигналов рынку об очередных шагах российского руководства по нормализации положения. Однако никакие мероприятия, говорящее о наличии у правительства обдуманного плана действий, не были реализованы. Более того, ряд свидетельств продемонстрировал инвесторам, что у правительства отсутствует понимание серьезности складывающейся ситуации.

Важным обстоятельством было противостояние Министерства финансов и Центрального банка РФ. Суть конфликта заключалась в том, что Минфин к лету 1998 г. стал систематически задерживать возврат ЦБР задолженности, возникавшей при погашении Банком очередной серии ГКО. Задолженность Минфина перед ЦБР в июле доходила до 12–13 млрд. руб. В результате ЦБР 21 июля арестовал счета Минфина. Проблема была урегулирована лишь несколько дней спустя, когда Министерство финансов обязалось не задерживать погашение долга по ГКО более чем на шесть дней<sup>12</sup>.

Сразу после получения кредита следовало провести встречу председателя правительства с крупнейшими инвесторами для объяснения им плана действий по погашению и обслуживанию государственных обязательств на ближайшую перспективу (хотя бы до конца 1998 г.). Однако правительство сочло, что временная стабилизация рынка в двадцатых числах июля является устойчивой тенденцией и провело такое совещание только через неделю, 27 июля.

<sup>12</sup> Одновременно 22 июля Министерство финансов при первичном размещении очередного транша ГКО допустило серьезную техническую ошибку. Его задачей была демонстрация рынкам того, что после получения кредита МВФ существует база для игры на повышение котировок российских ценных бумаг. Для этого следовало, не форсируя объемы привлечения средств, сделать осторожную заявку на размещение 2–3 млрд. руб. Вместо этого Минфин попытался разместить 13 млрд. руб., подняв процентную ставку на рынке до 49% и дав тем самым сигнал, по смыслу противоположный тому, который был необходим для стабилизации положения.



В совокупности произошедшие события привели к тому, что примерно с 3 августа процесс приобрел неуправляемый характер. Доходность государственных обязательств увеличилась до 56%, ускорилось падение фондового рынка. Индекс РТС-1 за время, прошедшее с момента выделения стабилизационного кредита МВФ до 17 августа, упал почти на 30%. Быстрыми темпами уменьшались объемы международных резервов денежных властей, что по скорости было сопоставимо с падением ноября 1997 г. (см. табл. 4).

Т а б л и ц а 4

Недельная динамика золотовалютных резервов и денежной базы  
в конце июля – октябре 1998 г.

	Денежная база, млрд. руб.	Темп прироста денежной базы, %	Золотовалютные ре- зервы, млрд. долл.
20–26.07.98	–	–	19,5
27.7–02.08.98	160,8	–	18,4
03–09.08.98	–	–	16,3
10–16.08.98	160,7	–	15,1
17–23.08.98	161,8	0,68	13,4
24–30.08.98	158,7	-1,92	12,7
31.8–06.09.98	162,8	2,58	12,3
07–13.09.98	167,3	2,76	12,3
14–20.09.98	170,3	1,79	12,0
21–27.09.98	171,2	0,53	12,4
28.9–04.10.98	174,8	2,10	12,8
05–11.10.98	183,9	5,21	13,3

Источник: ЦБ РФ.

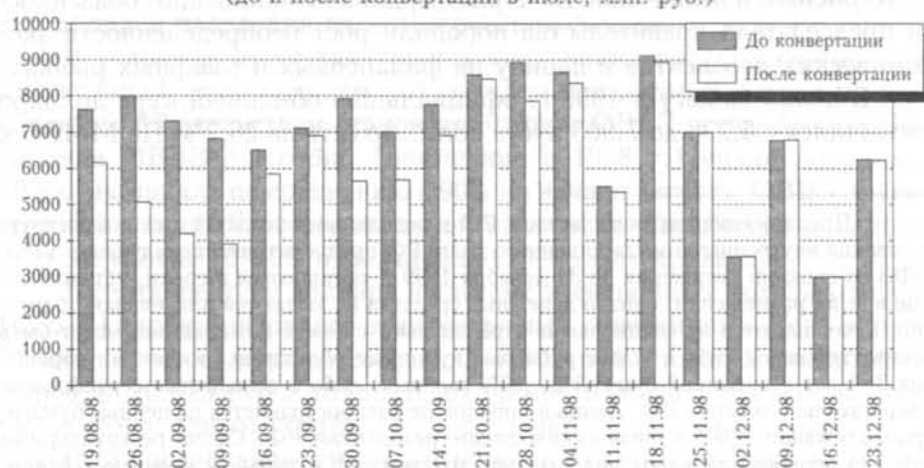
Наряду с паникой на валютном рынке начался банковский кризис. Он был спровоцирован ухудшением ситуации на финансовых рынках на фоне жесткой денежной политики первого полугодия 1998 г.: денежная база на 1 сентября сократилась по сравнению со значением на начало года на 3,5%. Заметим, что в августе, несмотря на массивные продажи валюты ЦБР, денежная база почти не сокращалась. Важную роль в обострении кризиса ликвидности банковской системы сыграло падение котировок российских государственных ценных бумаг, служивших обеспечением кредитов, выданных российским банкам зарубежными банками. В результате такого падения возникли дополнительные депозитные требования к российским банкам по увеличению средств на маржинальных счетах (margin call). Для доведения средств на маржинальные счета банки предприняли продажи имеющихся в их портфелях ГКО–ОФЗ, а также корпоративных акций с последующей конвертацией вырученных средств в валюту. Такая политика банков вызвала дополнительную нервозность на финансовых рынках, в том числе на рынке российских бумаг, номинированных в валюте. Первыми банками, которые не смогли выполнить своих обязательств перед зарубежными кредиторами, стали “СБС-Агро” и “Империал”.

Подводя итоги последних месяцев перед кульминацией кризиса, следует отметить, что главными факторами, не позволившими России в августе избежать девальвации рубля, явились, по нашему мнению, отсутствие поддержки антикризисной программы правительства

со стороны Государственной думы и недостаточный объем помощи со стороны МВФ. К середине месяца ситуация, возможно, могла бы быть выправлена за счет срочной помощи в размере 10–15 млрд. долл. Однако в данной политической ситуации получение таких средств было нереальным. Единственным возможным выходом из создавшегося положения стала девальвация рубля.

План правительства, обнародованный 17 августа, включал в себя три группы мер: введение “плавающего” курса рубля с его девальвацией до конца года примерно до 9 руб. за доллар; введение трехмесячного моратория на погашение внешних долгов российских банков; принудительная реструктуризация долгов по ГКО–ОФЗ. В период подготовки этого решения обсуждалось несколько альтернативных вариантов его реализации. В частности, предлагалось введение фиксированного курса рубля на уровне, определяемом равенством величины внешних резервов денежной базе<sup>13</sup>. В августе 1998 г. отношение денежной базы к золотовалютным резервам составляло около 1,6 (таким образом, девальвация рубля примерно на 60% привела бы к равенству денежной базы и валютных резервов). Предлагался вариант моратория на погашение внешних долгов, распространяющийся не на все банки, а только на нуждающиеся в таком решении. Обсуждалось несколько схем реструктуризации государственных обязательств. Жесткое решение по объявлению фактического дефолта ГКО–ОФЗ объяснялось тем, что погасить выпуски ГКО–ОФЗ в августе–декабре 1998 г. при невозможности их рефинансирования за счет новых размещений можно было только за счет масштабной эмиссии. На погашение соответствующих выпусков требовалось около 20–25 млрд. руб. в месяц (см. рис. 5).

График погашений ГКО–ОФЗ с 19 августа по 31 декабря 1998 г.  
(до и после конвертации в июле, млн. руб.)



Источник: ИА “Финмаркет”, ИЭПП.

Рис. 5

<sup>13</sup> В сложившейся ситуации подобное соотношение имеет, скорее, психологическое значение, поскольку из 12 млрд. долл. резервов около 5 млрд. долл. составляет золото, а еще около 3 млрд. долл. являются неликвидными и не могут быть быстро мобилизованными в случае атаки на рубль.

15 августа план правительства был согласован с МВФ. Однако далее МВФ настоял на обнародовании разработанных мер без схемы реструктуризации ГКО-ОФЗ, которая, по мнению МВФ, требовала дальнейших согласований. Объявление 17 августа принятой программы без схемы реструктуризации вызвало негативную реакцию на финансовых рынках. Индекс фондового рынка только за одну неделю упал дополнительно на 29%. С недельным опозданием правительством была объявлена схема реструктуризации внутреннего государственного долга<sup>14</sup>. Общая сумма замороженного внутреннего долга составила 265,3 млрд. руб. (42,2 млрд. долл. по курсу на 14 августа 1998 г.) В обращении остаются ОФЗ на сумму 75 млрд. руб. со сроками погашения в 2000–2001 гг.

Курс доллара, несмотря на попытки ЦБР сдержать его рост, поднялся на 11%. Попытки защитить рубль с помощью валютных интервенций были крупной ошибкой ЦБР, послужившей важным фактором обвала рубля в конце августа – начале сентября. 26 августа ЦБР, растратив значительные запасы резервов при низких ценах доллара, приостановил торги на ММВБ на неопределенный срок. С 28 августа были приостановлены торги на региональных валютных биржах. В дальнейшем ЦБ уже не мог удерживать рубль из-за снижения уровня валютных резервов (12,3 млрд. долл. на 1 сентября).

17 августа 1998 г. агентство Moody's Investor Services понизило рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте с В1 до В2. Это моментально вызвало дополнительное падение цен на валютные облигации Министерства финансов РФ, котировавшиеся на внешних рынках на уровне 170% годовых. Кроме того, были снижены кредитные рейтинги по долгам субъектов Федерации и крупнейшим российским банкам.

Программа правительства С. Кириенко не была реализована в первоначальном виде. Отставка 23 августа правительства, возглавляемого С. Кириенко, и назначение В. Черномырдина исполняющим обязанности председателя правительства породили рост неопределенности экономических перспектив и панику на финансовых и товарных рынках.

В целом за август 1998 г. официальный обменный курс доллара увеличился с 6,238 до 7,905 руб./долл., то есть на 26,7%. На ММВБ к

<sup>14</sup> Предложенная правительством РФ с недельным опозданием схема реструктуризации внутреннего государственного долга РФ предусматривает следующее. ГКО-ОФЗ со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. погашаются в сроки, установленные при их размещении, однако денежные средства не выдаются владельцам облигаций, а зачисляются на специальные "транзитные" счета, с которых они могут быть реинвестированы либо в новые рублевые купонные облигации со сроками обращения 3–5 лет и купонной ставкой 20–30% годовых, либо в депозитные сертификаты Сберегательного банка РФ. Данный порядок не распространяется на ценные бумаги, принадлежащие ЦБР и физическим лицам-резидентам РФ. Схема реструктуризации для первого владельца должна быть рассмотрена отдельно совместно с Министерством финансов РФ. Вторые, очевидно, должны получить номинальную стоимость облигаций в установленные при их размещении сроки. Отдельным пунктом постановления предусматривается возможность досрочного выкупа ГКО-ОФЗ (до 26 сентября 1998 г.). В этом случае инвестор, заявивший о намерении досрочно представить к оплате имеющиеся у него облигации, получает 5% от номинальной стоимости ценных бумаг и может обменять до 20% своего пакета на валютные обязательства со сроком погашения в 2006 г. Предусмотрена также выплата 5% от номинала всех ГКО, погашаемых в период с 17 августа по 3 сентября 1998 г.

25 августа (последний день торгов) курс доллара вырос с 6,272 до 7,86 руб./долл., то есть на 25,3%. Индекс РТС-1 стабильно снижался по тренду, заданному еще с середины июля, за август его падение составило около 55%. После 17 августа 1998 г. на рынке МБК произошел скачок ставок по однодневным кредитам до 120–170% годовых. Кризис ликвидности банковской системы, возникновение проблем с платежеспособностью практически всех крупных коммерческих банков резко понизили уровень доверия финансовых институтов друг к другу. Во второй половине августа 1998 г. дневные объемы выданных кредитов упали до рекордно низких отметок.

В сентябре 1998 г. произошло дальнейшее обострение экономического и финансового кризиса, связанного с девальвацией рубля и снижением доверия к российской национальной валюте. Трехкратная девальвация рубля, значительное увеличение скорости обращения денежной массы определили быстрый рост потребительских цен. В августе цены выросли на 3,7%, а за первую неделю сентября индекс потребительских цен увеличился на 35,7%. Скачкообразное повышение курса доллара, резкое сокращение импортных поставок, закрытие ряда магазинов вызвали потребительскую панику, которая ускорила рост цен и привела к возникновению дефицита ряда товаров. Но в дальнейшем одновременно со снижением курса доллара США темпы инфляции замедлились. Таким образом, в целом за месяц индекс потребительских цен вырос на 38,4%. Дальнейшее замедление темпов роста цен в большой степени объясняется жесткой денежно-кредитной политикой ЦБР в августе 1998 г.<sup>15</sup> В сентябре денежная база выросла на 9,5% при существенном замедлении темпов сокращения внешних резервов. Одновременно инфляционное воздействие эмиссии в значительной степени компенсируется сокращением денежно-кредитного мультипликатора вследствие изъятия вкладов населения из коммерческих банков.

В условиях отсутствия рынка внутренних государственных заимствований единственным показателем процентных ставок по российским обязательствам становится рынок ОВВЗ и евробондов. Котировки ОВВЗ 3-й серии (погашение в 1998 г.) упали до уровня 40% от номинала по сравнению с 90% на начало августа, ОВВЗ других траншей – до 10% от номинальной стоимости. Евробонды котировались на уровне 20–30% от номинала (70–85% до кризиса).

В сентябре курс доллара в системе электронных лотовых торгов (СЭЛТ) характеризовался значительными колебаниями. Так, если на 31 августа курс доллара составлял 7,905 руб., то на 9 сентября он вырос до 20,825 руб./долл. Необходимость снизить расчетные потери по форвардным контрактам с поставкой в середине сентября определила последующее снижение обменного курса доллара до уровня 8,67 руб./долл. После фиксации данного курса на 15 сентября 1998 г.

<sup>15</sup> В течение августа практически не произошло изменения денежной базы, несмотря на то, что ЦБР потратил в этом месяце 5,95 млрд. долл. из своих золотовалютных резервов. Очевидно, валютные интервенции были стерилизованы в результате операций на открытом рынке с государственными обязательствами и выдачи стабилизационных кредитов коммерческим банкам.

котировки доллара вновь выросли до уровня 16 руб. По итогам сентября обменный курс доллара США повысился на 102,4%.

После августовского падения котировок в сентябре снижение цен российских акций несколько замедлилось. Если в августе индекс РТС-1 уменьшился на 56,2%, то в сентябре – на 33,2%. С начала октября 1997 г. индекс РТС-1 снизился на 92,3%, а с начала 1998 г. – на 89%. На рынке рублевых межбанковских кредитов процентные ставки по односторонним кредитам в середине сентября достигали 450% годовых, по кредитам на три дня – 130% годовых. Возвращение кредитов обеспечивалось высокой доходностью операций с валютой. Объемы сделок в сентябре упали по сравнению с августом в 10 раз.

Подводя итог, выделим важнейшие экономические последствия финансового кризиса в России:

- снижение доверия как внешних, так и внутренних инвесторов к правительству, Центральному банку и Министерству финансов России означает утрату возможностей занимать деньги и на внешних, и на внутренних рынках, а также отток зарубежных инвестиций и как следствие дальнейшее отдаление перспектив экономического роста;

- закрытие как внешних, так и внутренних источников финансирования дефицита государственного бюджета означает в сложившейся ситуации переход к инфляционному характеру финансирования и возвращение к практике кредитования правительства Центральным банком, что, в свою очередь, увеличит темпы роста денежной массы и неизбежно выразится в повышении потребительских цен и общем ослаблении денежно-кредитной политики;

- кризис отечественного банковского сектора, обусловленный не только потерями на финансовых рынках, но и самим фактом ликвидации основного и взаимосвязанных источников получения доходов – рынка ГКО–ОФЗ, обострит кризис платежей;

- обвал на российском рынке акций приведет к дальнейшему снижению возможностей российских предприятий по привлечению инвестиций;

- ожидаемого увеличения деловой активности в нефтегазовом и других экспортоориентированных секторах экономики благодаря девальвации может не произойти, поскольку в условиях обострения бюджетного кризиса государство постарается изъять все дополнительные прибыли в счет просроченной задолженности в бюджет;

- способность ряда отечественных импортозамещающих отраслей быстро нарастить выпуск продукции, воспользовавшись резким падением реального курса рубля и соответствующим снижением конкурентоспособности импортных товаров, будет определяться уровнем будущей инфляции.

### **Макроэкономический прогноз**

Если рассмотреть гипотетический вариант осуществления первоначального плана действий по преодолению кризиса, разработанного правительством С. Кириенко, то можно отметить следующие его возможные последствия. При отсутствии расширения денежной базы после примерно 50-процентной девальвации рост потребительских



цен мог составить за один-два месяца около 30–50%. Причем в условиях жесткой денежной политики возможен вариант, при котором в дальнейшем цены снижаются даже до первоначального уровня вследствие сжатия агрегированного спроса. Новое равновесие может характеризоваться меньшим объемом совокупного предложения, в котором большую долю занимают отечественные товары, а доля импорта является меньшей, чем до девальвации. Одновременно цены импортных товаров относительно более высоки, а цены отечественных – относительно более низки. При таких предпосылках бюджет на 1998 г. мог быть исполнен за счет роста номинальных доходов вследствие инфляции и экономии на расходах по обслуживанию внутреннего долга. Кроме того, поддержка МВФ этой программы позволила бы получить последующие транши стабилизационного кредита.

Однако политически подобный вариант развития событий представляется крайне маловероятным из-за совершенно неизбежных тяжелых социальных последствий (резкое снижение реальных доходов населения, беспрецедентный рост безработицы, углубление банковского кризиса, неплатежи и т.д.). Даже при высоком уровне политической стабильности такая программа имеет мало шансов на успешную реализацию, поскольку ее исходной предпосылкой является жесткая денежная политика. В то же время проведение жесткой денежной политики в условиях развивающегося банковского кризиса, одной из причин которого выступает сама жесткая денежная политика, крайне затруднительно<sup>16</sup>. Преодоление кризиса ликвидности в российских условиях требует значительного ослабления денежной политики. Фактором, способствующим ее ослаблению, служит и политическое давление со стороны влиятельного банковского лобби, выдержать которое вряд ли под силу какому-либо российскому правительству. Таким образом, предпосылку о возможности жесткого контроля за денежной базой в условиях девальвации и дефолта рынка государственных обязательств трудно считать реалистичной.

Варианты экономической политики, при которых после девальвации происходит ослабление денежной политики, могут быть разделены на две принципиально отличающиеся группы. Первая группа включает малореалистичные в современных политических условиях варианты, когда происходит некоторое увеличение денежной базы в течение

---

<sup>16</sup> Банкротства банков, начавшиеся в результате падения котировок номинированных в валюте российских государственных ценных бумаг, дефолта по ГКО–ОФЗ, кризиса на российском фондовом рынке, “набегов” вкладчиков на банки, объективно требуют принятия мер по повышению их ликвидности, а также осуществления массовых банкротств банков с открытием доступа для зарубежных банков. Банковский кризис парализует всю экономическую активность, резко обостряет кризис системы государственных финансов. По России разрешение кризиса ликвидности традиционным способом – путем некоторого увеличения денежной базы – крайне затруднено. В современных институциональных условиях кредиты банкам будут использованы преимущественно на покупку валюты и удовлетворение требований некоторых (ассоциированных с банком) кредиторов, а не на развязку неплатежей. Одновременно увеличение ликвидности при инфляционных ожиданиях экономических агентов приведет к резкому ускорению инфляции.

достаточно ограниченного промежутка времени, а затем возврат к жесткой денежной политике. Они могут иметь место в том случае, если переход к рестрикционной денежной политике осуществляется в условиях доверия к ней экономических агентов, то есть когда одновременно с проведением рестрикционных мер затухают инфляционные ожидания и растет спрос на реальные кассовые остатки. В этом случае денежная эмиссия закрепляет возросший уровень цен, а стабилизация и последующее повышение спроса на кассовые остатки поглощают дополнительное предложение денег. Таким образом, уровень инфляции зависит от соотношения между объемом дополнительной эмиссии и ростом спроса на деньги в ходе дальнейшего ужесточения денежной политики. В зависимости от этого соотношения в новом состоянии равновесия возможно установление цен на уровне как превышающем, так и более низком, чем уровень, достигнутый в результате первоначального скачка цен после девальвации, но в любом случае более высоком, чем до девальвации. Это, в частности, означает, что если через несколько месяцев реальная денежная масса выйдет на додевальвационный уровень, инфляция составит ту же величину, что и рост денежной массы.

Вторая группа вариантов экономической политики характеризуется значительным ростом денежной базы после девальвации и мягкой денежной политикой, направленной на финансирование бюджетного дефицита и разрешение банковского кризиса за счет эмиссии. При таком развитии событий денежное равновесие отсутствует. Экономические агенты не верят в возможность стабилизации в обозримой перспективе и продолжают снижать спрос на реальные кассовые остатки. В этом случае рост цен опережает увеличение денежной базы, что ведет к фактическому уменьшению реального предложения денег.

Для прогноза динамики цен в IV квартале 1998 г. и в 1999 г. мы рассмотрим четыре сценария денежно-кредитной политики, относящиеся ко второй из перечисленных групп. Все сценарии основаны на предположении о реализации программы так называемой "контролируемой эмиссии", о которой много говорится различными официальными лицами; их различие состоит только в объемах обязательств, принимаемых на себя государством. Результаты расчетов и динамика основных макроэкономических параметров для всех сценариев приведены в таблице 5.

Общими для всех сценариев являются следующие предпосылки:

- объем доходов, расходов федерального бюджета и источники финансирования федерального бюджета в IV квартале 1998 г. соответствуют заявлениям Министерства финансов на заседании правительства 16 октября 1998 г. об основных параметрах федерального бюджета на октябрь-декабрь 1998 г.;

- уровень доходов федерального бюджета в 1999 г. не превысит 9% ВВП (9,5-10,5% ВВП в первой половине 1998 г.);

- расходы федерального бюджета в 1999 г. составят 17-19,5% ВВП за счет увеличения (по отношению к первому полугодю 1998 г.) статей бюджета на национальную оборону, правоохранительную деятельность, НИОКР, государственную поддержку отраслей народного

Динамика макроэкономических показателей при реализации различных вариантов денежно-кредитной политики

	1998 г. октябрь	1998 г. ноябрь	1998 г. декабрь	1998 г.	1999 г.
<b>Сценарий 1</b>					
Инфляция (%)	3,0	3,5	5,6	68	259
ВВП (млрд. руб.)	260	269	284	2697	8280
Темп прироста денежной базы (%)	13,1	18,1	11,2	55,3	259,3
Темп прироста М2 (%)	13,1	12,5	5,6	29,7	259,4
<b>Сценарий 2</b>					
Инфляция (%)	3,0	3,5	5,6	68	330
ВВП (млрд. руб.)	260	269	284	2697	9130
Темп прироста денежной базы (%)	13,1	18,1	11,2	55,3	375,3
Темп прироста М2 (%)	13,1	12,5	5,6	29,7	375,5
<b>Сценарий 3</b>					
Инфляция (%)	3,0	3,5	5,6	68	370
ВВП (млрд. руб.)	260	269	284	2697	9573
Темп прироста денежной базы (%)	13,1	18,1	11,2	55,3	415,3
Темп прироста М2 (%)	13,1	12,5	5,6	29,7	415,4
<b>Сценарий 4</b>					
Инфляция (%)	3,0	3,5	5,8	69	420
ВВП (млрд. руб.)	260	269	285	2698	10526
Темп прироста денежной базы (%)	13,1	20,7	14,8	63,8	437,2
Темп прироста М2 (%)	13,1	14,9	9,0	36,8	437,3

хозяйства (в том числе банковского сектора), финансовую помощь другим уровням власти и прочие расходы (включая помощь внебюджетным фондам);

- дефицит федерального бюджета в 1999 г. достигнет 8-10,5% ВВП и будет покрываться за счет эмиссии;

- ВВП, индекс потребительских цен в сентябре соответствуют фактическим значениям, инфляция в октябре 1998 г. оценена по итогам первых трех недель месяца;

- темп роста дефлятора ВВП будет отставать от темпа роста индекса потребительских цен в октябре-ноябре 1998 г., а в декабре он будет расти в соответствии с потребительскими ценами;

- денежный мультипликатор снизится к декабрю 1998 г. с 2,1 до 1,9;

- падение реального ВВП в октябре-декабре 1998 г. составит 4-5% по отношению к соответствующему периоду прошлого года, в 1999 г. - 5% по отношению к 1998 г.;

- будут наблюдаться относительная стабильность инфляционных ожиданий и отсутствие значительных колебаний курса доллара США. В этом случае денежная эмиссия (в первые один - два месяца) закрепит достигнутый в сентябре 1998 г. уровень цен;

- объем золотовалютных резервов ЦБР будет сохранен при недопущении их использования для "обеспечения" денежной эмиссии;

- индекс потребительских цен скорректирован с учетом сезонных факторов в декабре 1998 - феврале 1999 гг.

**Первый сценарий** соответствует варианту федерального бюджета на 1999 г. с дефицитом в 8% ВВП. Данный уровень дефицита примерно равен заложенному Министерством финансов на IV квартал 1998 г. (около 8,3% ВВП). Предполагается, что эмиссия в октябре – ноябре 1998 г. будет осуществляться в соответствии с прогнозируемым Минфином РФ разрывом между доходами и расходами бюджета по месяцам. Таким образом, до конца 1998 г. суммарная эмиссия составит около 83 млрд. руб.

Согласно **второму сценарию**, правительство увеличит объем расходов в 1999 г. до 19,5% ВВП. В этом случае дефицит федерального бюджета достигнет 10,5% ВВП. Данный вариант представляется нам наиболее вероятным, поэтому в дальнейшем мы будем использовать его в качестве базового.

В проекте федерального бюджета на IV квартал не планируется полного погашения всей задолженности перед работниками бюджетной сферы. Поэтому в **третьем сценарии** решения данных проблем нами предполагается осуществление дополнительных расходов и соответствующей эмиссии в размере около 37 млрд. руб. Мы принимаем, что погашение задолженности произойдет в I квартале 1999 г.

Наконец в **четвертом сценарии** мы учитываем возможность эмиссионной поддержки банковской системы. По оценкам ЦБ РФ, для расшивки неплатежей между банками требуется около 10 млрд. руб. Параллельно временное восстановление ликвидности банков путем кредитования или выкупа находящихся у них государственных ценных бумаг (кроме Сбербанка РФ) требует около 40 млрд. руб. (это величина находящегося у банков пакета государственных ценных бумаг, что примерно соответствует объему обязательств перед населением). Мы предполагаем, что названные средства будут поступать в банковскую систему равномерно на протяжении 14 месяцев начиная с ноября 1998 г.

Для моделирования инфляции мы воспользовались авторегрессионной монетарной моделью динамики индекса цен, оцененной на периоде высокой инфляции 1992 – начала 1995 гг.<sup>17</sup> В качестве характеристики денежной политики взята именно узкая (рублевая)

<sup>17</sup> Данная модель связывает месячную инфляцию с инфляцией в предыдущем месяце и с приростом денежной массы  $M_2$ . Индикатором такого прироста денежной массы является среднее геометрическое ее месячных приростов за предыдущие шесть месяцев. Оценка авторегрессии дает следующие результаты:

$$p_t = 0,646p_{t-1} + 0,408m_{t-1,t-7},$$

(7,5)                      (4,0)

где  $p_t$  – индекс роста потребительских цен в течение месяца  $t$ ,  $m_{t-1,t-7}$  – среднее геометрическое месячных темпов прироста денежной массы  $M_2$  за предыдущие шесть месяцев.

Уравнение регрессии не включает свободный член (как показала оценка, он статистически незначим). Проверка наличия автокорреляции остатков методом Лагранжа показала отсутствие автокорреляции первого порядка на 95-процентном уровне значимости. Кроме того, тест Бокса – Пирса свидетельствует о том, что с 95-процентной вероятностью не может быть отвергнута гипотеза о том, что остатки представляют собой белый шум. Множественный коэффициент детерминации для уравнения со свободным членом  $R^2$  равен 0,81.

денежная масса M2, поскольку оценка различных спецификаций уравнения выявляет лучшую зависимость индекса потребительских цен от данного агрегата, чем от динамики широких денег (с учетом валютных депозитов) или денежной базы<sup>18</sup>.

Таким образом, при дополнительной эмиссии в размере 83–97 млрд. руб. прирост индекса потребительских цен в 1998 г. составит 65–70%. В 1999 г. различие в уровнях инфляции между рассмотренными сценариями вследствие наличия лагов, обуславливающих связь роста денежной массы с темпами роста цен, будет намного существеннее.

Согласно расчетам, при развитии событий по первому сценарию (дефицит бюджета на уровне 8% ВВП) инфляция в 1999 г. составит около 260%, по второму – 330, по третьему – 370 и, наконец, по четвертому сценарию – 420%. Динамика инфляции по месяцам показана на рисунке 6.



Рис. 6

Как было отмечено, указанные уровни инфляции могут быть достигнуты при относительно стабильном или медленно снижающемся спросе на реальные кассовые остатки. Это, в свою очередь, предполагает отсутствие значительных скачков курса доллара, то есть обесценение рубля по отношению к доллару будет происходить темпами, примерно соответствующими темпам инфляции. В данном случае динамика курса не будет служить ориентиром для усиления инфляционных ожиданий. Согласно рассмотренным сценариям, курс доллара на конец 1998 г. составит около 17,5 руб./долл. при “мягком” административном регулировании курса и обесценении рубля на уровне около 0,7 от темпов инфляции. Это соответствует ситуации высокой инфляции 1992–1994 гг., когда валютная политика регулировалась нынешним руководством ЦБР.

<sup>18</sup> Необходимо заметить, что если в условиях финансовой стабилизации в 1995–1997 гг. динамика узкой и широкой денежной массы вели себя примерно одинаково, то с началом кризиса наблюдался рост валютной составляющей и, следовательно, широкой денежной массы, в то время как узкая (рублевая) денежная масса сокращалась.



Динамика курса рубля и валютных резервов будет находиться под влиянием как спекулятивных (определяемых уровнем инфляционных ожиданий), так и фундаментальных факторов, во многом отражаемых показателями платежного баланса. Спрос на валюту будет определяться размерами импорта (при снижении импорта по сравнению с прошлым годом на 10–15%), спросом на валюту со стороны населения на уровне около 15% денежных доходов (последнее ниже показателя 1997 – первой половины 1998 гг. и соответствует структуре расходов населения в условиях высокой инфляции). Коммерческим банкам валюта понадобится для расчета с кредиторами (около 11 млрд. долл., по данным консолидированного баланса банковской системы), кроме того, на валютный рынок может попасть часть средств, выделенных для санации банковской системы. Погашение и обслуживание государственного внешнего долга в следующем году потребуют около 18 млрд. долл. В то же время можно предположить падение экспорта на 5–7% по сравнению с прошлым годом вследствие продолжающегося ухудшения конъюнктуры, возможность использования коммерческими банками части своих валютных активов для погашения долгов. Таким образом, оценивать динамику курса доллара и валютных резервов можно, лишь задавшись вариантами развития событий, связанных с реструктуризацией внешнего долга в 1999 г.