

## **Часть I**

# **Политико-экономические причины и последствия августовского кризиса 1998 года**

## Предварительные замечания

История постсоциалистической трансформации в России четко делится в общественном сознании, как и в представлениях специалистов, на две части: до и после кризиса 17 августа 1998 года. Хотя, конечно, весь этот переход был тяжелым и всесторонним кризисом социально-экономической системы страны: кризисом политическим, экономическим, социальным, культурным.

Особое отношение к событиям августа 1998 года объясняется во многом тем обстоятельством, что произошли они в момент, когда, как во всяком случае казалось многим, посткоммунистический кризис в основном был преодолен: 1997 год впервые со времени экономических реформ 1991-1992 гг. завершился хоть незначительным, но все же повышением ВВП и промышленного производства. И политическая ситуация, казалось многим, начала стабилизироваться.

Далеко не всем были понятны процессы, происходившие в это время в экономике, прежде всего в финансовой сфере. И когда кризисные события произошли, можно было наблюдать огромный диапазон оценок и объяснений случившегося. Например, говорилось о том, что «лавина кризиса грозит превратить российскую экономику в груды развалин»<sup>1</sup> - это была самая пессимистическая оценка, а с другой стороны, оптимисты утверждали, что дефолт августа 1998 года – вообще не был кризисом, что это не более, чем «коррекция экономики», некая лечебно-оздоровительная процедура<sup>2</sup>. Со своеобразным энтузиазмом встретили события августа 1998 года политики и экономисты левого толка, которые все предшествовавшие кризису годы регулярно предрекали скорый и неминуемый коллапс российской экономики – и вот теперь, говорили они, этот коллапс наступил. Естественным продолжением таких заявлений была надежда, что, наконец, сложились условия для коммунистического реванша. И как будет показано ниже, такая опасность действительно существовала, чему способствовали слабость власти, настроения части населения и другие обстоятельства.

На самом деле еще с осени 1997 года Россия жила под угрозой резкого обострения финансово-экономического кризиса. К тому же глобальный кризис развивающихся рынков постепенно оказывал угнетающее воздействие как на государственные финансы

---

<sup>1</sup> Шмелев Н.П. «Кризис внутри кризиса» // Вопросы экономики №10, 1998 г.

России, так и на общее состояние деловой активности, хотя на протяжении 1995-1997 годов действительно наблюдались определенные положительные сдвиги, которые стали особенно заметны к середине 1997 года. Месячная инфляция измерялась десятками долями процента, реальные процентные ставки опустились ниже 10% годовых, стали увеличиваться объемы кредитов банков реальному сектору, происходило постепенное прекращение спада и начало экономического роста. Благоприятные сдвиги наметились в структуре промышленности: в 1997 году наиболее быстрыми темпами росли отрасли, ориентированные на внутренний спрос (машиностроение, и особенно автомобилестроение, химическая, медицинская, полиграфическая, отдельные сектора легкой и пищевой промышленности). На этом фоне происходило некоторое улучшение социальных индикаторов - снижались уровень преступности, заболеваемость, стабилизировалась продолжительность жизни. Все это рухнуло после того, как в ряде стран Юго-Восточной Азии разразился экономический кризис, отозвавшийся во всем мире резким падением биржевых курсов и другими потрясениями.

Неудивительно, что многие связывали наступивший в России крах исключительно с внешними причинами, губительное воздействие которых прежде всего объяснялось возросшей открытостью российской экономики и ее вовлеченностью в процессы, происходящие в мире.

В этих условиях важно непредвзято разобраться в действительных причинах и последствиях кризиса 1998 года. В главах первой части настоящей книги будет предпринята такая попытка.

---

<sup>2</sup> А. Колесников. «Кризис 17 августа не был кризисом» //Мумифицированные мифы. Сборник статей. М.: Коалиция «Союз правых сил».1999, с.77-84.

## **Глава 1. Политическая природа и экономические источники финансового кризиса**

### **1.1. Бюджетный дефицит как проблема политическая и конституционная**

К концу 1996 г. – началу 1997 г. большинству постсоциалистических стран удалось взять под контроль инфляцию, снизить ее масштабы до уровня, не превышающего 40% в год, и начать наращивать объемы производства. Опыт стран с переходной экономикой подтвердил высказанный на основе изучения развивающихся стран тезис о том, что в подавляющем большинстве случаев рост ВВП начинается лишь после того, как при помощи проведения соответствующей денежной политики удается подавить инфляцию до достаточно низких значений<sup>3</sup>. Как правило, экономический рост возобновляется примерно через два года после запуска серьезной программы финансовой стабилизации. В странах, к 1995 г. начавших экономический рост, средняя продолжительность переходной рецессии составляла 3,6 года<sup>4</sup>. Таким образом, снижение инфляции до уровня ниже 40% если и не выступает в качестве достаточной предпосылки устойчивого экономического роста, то по меньшей мере является необходимой.

Национальные политические элиты некоторых постсоциалистических стран, таких как Польша, Чехия, страны Балтии, оказались способными осознать данную закономерность и реализовали энергичную программу дезинфляции. Именно эти страны раньше всех начали наращивать объемы производства. В других странах (Румыния, Болгария, Украина) правительства в течение длительного периода пытались решать проблемы выхода из кризиса за счет ускорения темпов роста денежной массы, обосновывая это заботой о поддержании производства и решении социальных проблем. Результаты были стандартными, хорошо описанными в литературе, посвященной экономике популизма<sup>5</sup>: ускорение инфляции, бегство от национальных денег, резкое падение валютного курса, долларизация экономики, усиление социальной дифференциации и дальнейшее падение производства. В таких странах постсоциалистический кризис оказался более продолжительным, а падение производства, как правило, - более глубоким. В некоторых случаях, чтобы убедить

---

<sup>3</sup> См., напр., Fischer S., Sahay R., Vegh Carlos A. Economies In Transition: The Beginning of Growth. - AEA Papers and Proceedings, 1996, vol. 86. No 2; Fischer S., Sahay R., Vegh Carlos A., Stabilization and Growth in Transition Economies: The Early Experience. - Journal of Economic Perspectives, 1996, vol. 10. No 2; Adelman I. Vujovic D, Institutional and Policy Aspects of Transition: An Empirical Analysis. 1996.

<sup>4</sup> Подробнее см. Е. Гайдар. "Детские болезни" постсоциализма (к вопросу о природе бюджетных кризисов этапа финансовой стабилизации) // *Вопросы экономики*, №4, 1997.

<sup>5</sup> Dornbusch R., Edwards S. eds. The Macroeconomics of Populism in Latin America. Chicago. 1991.

национальные власти в том, что программу денежной стабилизации все-таки придется реализовывать, потребовалось несколько всплесков инфляции. Опыт показал: постсоциалистическую денежную стабилизацию можно откладывать, но от нее нельзя отказаться.

Характерная черта социалистической экономики - аномально высокая (с учетом уровня развития той или иной страны) государственная нагрузка на экономику. В условиях рынка обеспечить столь масштабное перераспределение финансовых ресурсов через государственный бюджет крайне сложно или невозможно. Это обстоятельство - общий источник бюджетного кризиса, который с той или иной степенью остроты поразил на этапе стабилизации почти все страны Восточной Европы и постсоветского пространства. Бюджетные (фискальные) кризисы создают серьезные угрозы самому существованию новых социальных институтов, сложившихся за последние годы.

Динамика постсоциалистического бюджетного кризиса хорошо изучена прежде всего на основе опыта стран Восточной Европы<sup>6</sup>. М. Домбровский выделяет четыре его этапа:

- фискальная дестабилизация, предшествующая началу реформ;
- макроэкономическая стабилизация, связанная с либерализацией экономики;
- вторичный фискальный кризис, следующий за стабилизацией;
- восстановление фискального потенциала, обусловленное экономическим оживлением и развертыванием реформ в сфере государственных финансов.

События развиваются следующим образом. Политический кризис и непоследовательные реформы в период позднего социализма приводят к ослаблению государственного контроля за экономикой, падению доходов бюджета и образованию крупного бюджетного дефицита. Начало реформ, либерализация экономики, перевод подавленной инфляции в открытую, снижение темпов роста цен позволяют радикально оздоровить бюджет. Однако в ходе денежной стабилизации уменьшаются темпы инфляции, ликвидируются инфляционные доходы, снижаются поступления налога на прибыль, что обуславливает новое сокращение доходов бюджета. Параллельно процесс структурных реформ увеличивает долю социальных расходов в бюджете. С началом экономического роста адаптация налоговой системы к работе в условиях рынка и низкой инфляции предоставляет возможность увеличить доходы бюджета и справиться с

---

<sup>6</sup> См. «Экономика переходного периода». М. ИЭПП, 1998. С. 369-403; Bauc J. The Nature of the Fiscal Crisis in Transition Countries. Warsaw, 1996; Barbone L. Transition and the Fiscal Crisis in Central Europe. Warsaw, 1995; Barbone L, Polackova H. Public Finances and Economic Transition. Warsaw, 1996; Hemning R., Cheasty A., Lahiri A. The Revenue

бюджетным кризисом. Подобная стилизованная картина довольно неплохо описывает процесс развертывания бюджетного кризиса в странах Восточной Европы.

В постсоветском пространстве ход событий был модифицирован большей длительностью периода высокой открытой инфляции.

Тенденция сокращения налоговых поступлений в условиях высокой инфляции (эффект Оливьера-Танзи) - хорошо изученный экономический феномен<sup>7</sup>. Опыт постсоциалистических стран позволяет обогатить наши представления в этой области. Длительная высокая инфляция формирует "мягкую" финансовую среду: нет эффективно работающего механизма, обеспечивающего ответственность за выполнение финансовых обязательств; массовой формой ухода от налогов становятся взаимные неплатежи; пренебрежительное отношение к налоговым обязательствам укореняется в качестве социальной нормы.

Между тем, как известно, дурные налоговые традиции легко сформировать и очень трудно изменить - они становятся самостоятельным фактором, оказывающим влияние на долгосрочные перспективы бюджетной политики. К тому времени, когда политическая элита, наконец, осознает необходимость денежной стабилизации, обусловленное ею ограничение темпов роста денежной массы и соответственно масштаба бюджетного дефицита, ликвидация инфляционных доходов и т.д. - все это отнюдь не сопровождается немедленным ростом налоговой дисциплины. В результате, в странах, избравших путь "мягкого" вхождения в рынок, прошедших через период длительной и высокой инфляции, государственные расходы приходится сокращать до уровней, значительно более низких, чем в странах, быстро осуществивших стратегию радикальной дезинфляции.

Таким образом, основной причиной, обусловившей произошедший финансовый кризис, была неспособность ни одного правительства России на протяжении всех лет после распада СССР обеспечить принятие и, главное, исполнение реалистичного бюджета. Ключевой проблемой российской экономики вплоть до кризиса 1998 года оказался бюджетный дефицит. Превышение расходов государства над доходами было устойчивым и воспроизводилось из года в год. Невозможность покрытия расходов за счет налоговых поступлений делало необходимым эмиссионное финансирование

---

Decline. In: Policy Experiences and Issues in the Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union. Washington, 1995; Танзи В. ред. Налогово-бюджетная политика в странах с экономикой переходного периода. Вашингтон, 1993.

<sup>7</sup> Tanzi V. Inflation, Real Tax Revenue and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina. IMF Staff Papers, 1978, vol. 25 (September), p. 417-451.

дефицита (до 1995 года) и наращивание заимствований на внутреннем и внешнем финансовых рынках, что значительно повышало уязвимость национальной экономики по отношению к внутренним и внешним шокам. Механизмом воспроизводства бюджетного дефицита было постоянное сокращение налоговых поступлений на фоне высоких расходных обязательств государства (см. табл. 1.1).

Таблица 1.1<sup>8</sup>.

**Доходы, расходы, дефицит и структура финансирования федерального бюджета и бюджета расширенного правительства в 1992 г. - 1 полугодии 1998 г., в % ВВП**

Федеральный бюджет							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 1 пол.
Доходы бюджета	17,7	14,7	13,0	15,9	13,9	13,8	13,1
Расходы бюджета	47,2	24,5	25,2	21,3	22,0	20,3	17,8
Дефицит	-29,4	-9,8	-12,2	-5,4	-8,1	-6,7	-4,7
Внутреннее финансирование	18,6	7,8	11,3	3,7	6,5	4,4	1,2
Внешнее финансирование	11,0	1,9	0,9	1,8	1,6	2,3	3,5
Бюджет расширенного правительства							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 1 пол.
Доходы бюджета	40,4	40,6	37,4	39,7	38,6	40,5	40,5
Расходы бюджета	65,1	48,6	49,0	45,8	47,1	47,9	46,7
Дефицит	-24,7	-8,0	-11,5	-5,9	-8,5	-7,4	-6,2
Внутреннее финансирование	13,7	6,1	10,6	4,2	6,8	5,1	2,7
Внешнее финансирование	11,0	1,9	0,9	1,7	1,7	2,3	3,4

Источник: Минфин РФ, ИЭППИ.

Важным явлением, характеризующим фискальный кризис в России, был быстрый рост задолженности предприятий по налогам. В таблице 1.2 приведены данные о динамике недоимки по платежам в консолидированный бюджет (без внебюджетных фондов)<sup>9</sup> из которых видно, что, начиная с 1992 года, наблюдался ее устойчивый рост. Как показала практика 1996 - 1998 годов, периодически предпринимавшиеся попытки усиления политического и административного давления на экономических агентов с целью заставить их платить налоги давали лишь краткосрочные результаты.

Можно выделить три группы причин, обуславливавших кризис доходной базы бюджета. Нетрудно заметить, что все они носят в значительной мере политический характер.

Таблица 1.2

**Прирост задолженности по налогам в 1992 – первом полугодии 1998, в % ВВП<sup>10</sup>.**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	П.п. 1998

<sup>8</sup> Данные об исполнении федерального и консолидированного бюджета, а также все остальные данные, представляемые в настоящей работе в форме процентов от ВВП, могут отличаться от публиковавшихся ранее вследствие значительных изменений в оценке ВВП за предыдущие годы, осуществленных Госкомстатом РФ.

<sup>9</sup> До 2001 года поступления взносов в ПФ РФ, ФСС РФ, ФОМС РФ, ФЗ РФ и ТФОМС администрировались самими фондами и достоверная статистика об объемах задолженности по платежам в эти фонды недоступна.

<sup>10</sup> В данном случае представляются данные так называемой сальдированной задолженности по налогам. Сальдированная задолженность – задолженность по налоговым обязательствам за вычетом переплаты по налогам. До 1999 года статистика МНС по задолженности представлялась только в этом виде.

Прирост задолженности в федеральный бюджет	0,3	1,2	2,0	2,3	1,2	1,4	2,6
Прирост задолженности в консолидированный бюджет	0,5	2,0	3,1	4,3	3,3	2,6	4,7

Источник: МНС РФ.

Во-первых, сохранение политической нестабильности в стране, ограничивавшее готовность и способность власти собирать налоги. Наиболее резкие скачки налоговых недоимок происходили в периоды резкого ослабления политических позиций федеральной исполнительной власти, а улучшение сбора налогов происходило тогда, когда власть временно консолидировалась<sup>11</sup>.

Во-вторых, угнетающее воздействие несбалансированности бюджета на состояние налоговой базы. Несбалансированность бюджета приводила к росту долгов федерального бюджета, перед получателями бюджетных средств, что, в свою очередь, обуславливало быстрый рост в экономике общего уровня неплатежей, в том числе и налоговых<sup>12</sup>.

В-третьих, принципиальная ограниченность возможности государства (и особенно демократического государства) собирать налоги сверх определенного уровня. Разумеется, количественное определение этого уровня может быть дано лишь весьма условно. Однако опыт разных стран мира показывает, что существует некоторая связь между уровнем экономического развития той или иной страны и налоговой (точнее, бюджетной) нагрузкой на экономику. Вывод о наличии прямой взаимосвязи между уровнем экономического развития страны и долей бюджета в ВВП достаточно подтвержден эмпирическими наблюдениями<sup>13</sup>. Экономически более развитые страны могут перераспределять через бюджет большую долю производимого в них продукта. Причем ключевым фактором здесь является именно возможность, а не необходимость такого перераспределения, и реализуется она по-разному. США, будучи одним из лидеров по уровню экономического развития, перераспределяют через бюджет значительно меньшую долю ВВП, чем, скажем, Испания. Противоположный пример дают страны с устойчивыми социал-демократическими традициями (Швеция, Норвегия). Однако при прочих равных условиях, страны, заметно отстающие по уровню своего развития, характеризуются и меньшей долей бюджетной нагрузки.

Эта схема существенно искажается, если в анализ вводится политический фактор. Выясняется, что отмеченная закономерность действует только для стран с более или менее демократическими режимами. Авторитарные режимы, отрицающие гражданские права и парламентский контроль за бюджетом, могут позволить себе концентрировать в

<sup>11</sup> См. подробнее: Экономика переходного периода. М.: ИЭПП, 1998. С. 297-302.

<sup>12</sup> О связи между несбалансированностью бюджета и уровнем неплатежей см.: Экономика переходного периода.... М.: ИЭПП, 1998. С. 1032-1033.

<sup>13</sup> См.: The World Bank. From Plan to Market. Washington: Oxford University Press, 1996. P. 114.



руках государства гораздо большую долю ресурсов, чем это было бы возможно при демократическом правлении. Именно так обстояли дела в коммунистических странах, и именно поэтому все они, вступив на путь рыночной демократии, столкнулись с проблемой снижения бюджетной нагрузки, или, иными словами, снижения социальных обязательств государства.

Отсюда становятся более понятными бюджетные проблемы России. Будучи по уровню экономического развития одной из последних в ряду демократических государств, по бюджетной нагрузке страна находится на уровне США и лишь немного уступает Великобритании<sup>14</sup>. Эта нагрузка непосильна для страны, экономические агенты которой являются одновременно и политическими агентами (избирателями)<sup>15</sup>.

Здесь, собственно, и состоит распространенная ошибка в определении существа бюджетного кризиса и механизма его преодоления. Бюджетный кризис в посткоммунистической России был политическим не потому, что у правительства не хватало политической воли бороться с сокрытием налогов и налоговыми недоимками. Политический характер бюджетного кризиса отражал конфликт между демократическим режимом, уровнем изъятия государством доходов и уровнем экономического развития страны. Сказывалась и несовместимость сформировавшейся в начале посткоммунистических реформ налоговой системы с административными возможностями государства. Власть в принципе не могла собирать налоги на законодательно определенном уровне и по тем процедурам, которые действовали в то время.

Ошибочное понимание природы кризиса предопределяло и неточные действия по его преодолению. На протяжении 1996-1998 годов акцент делался на улучшение собираемости налогов. Этот вопрос особенно важен для понимания характера кризиса 1998 года. На протяжении 1995 - 1998 годов усилия исполнительной власти концентрировались в основном на борьбе с налоговыми неплатежами, как путем улучшения системы налогового администрирования, так и путем совершенствования налогового законодательства. Власти предпринимали немалые организационные и политические усилия по улучшению сбора налогов. Объявлялись кампании по борьбе с налоговыми недоимками. Расширялись функции налоговой службы, а ее руководитель получил ранг министра, а затем и на некоторое время вице-премьера. На протяжении 1997 - 1998 годов осуществлялись попытки увязать выполнение текущих обязательств по налогам с реструктуризацией задолженности в бюджет и внебюджетные фонды. В то же время непоследовательность в проведении этих мероприятий приводила к

---

<sup>14</sup> См.: The World Bank. The State in a Changing World. Washington: Oxford University Press, 1997. P. 240-241; Илларионов А. (ред). Россия в меняющемся мире. М.: ИЭА, 1997. С. 257-160.

<sup>15</sup> Более подробный анализ данного вопроса представлен в обзоре «Российская экономика в январе-сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы». М.: ИЭПП, 1998.

формированию у налогоплательщиков убежденности в безнаказанности налоговых правонарушений. Как следствие разовые мероприятия не приводили к кардинальному изменению поведения налогоплательщиков.

Следует отметить, что применявшаяся до 1998 года практика сокращения недоимки путем проведения зачета между неуплаченными налогами и бюджетными расходами приводила к ряду крайне негативных последствий, среди которых: создание негативных стимулов для налогоплательщиков, которые стремились не платить текущие налоги с тем, чтобы впоследствии осуществить зачет обязательствами бюджета; искажение структуры относительных цен товаров, включенных в цепочки взаимозачетов; ухудшение структуры государственных расходов (т.к. финансировались в большей степени расходы, которые технически могли быть (с учетом формировавшихся цепочек) зачтены с недоимкой; возникновение потерь бюджетополучателей в размере дисконта, взимавшегося посредниками в формировании цепочек; нарушение прозрачности механизма финансирования государственных расходов, усиливавшее коррупцию государственных чиновников и недобросовестное поведение менеджеров организаций, получающих бюджетные средства.

Сказанное говорит о том, что цель проведения налоговой реформы в России заключалась не в том, чтобы собирать больше налогов и тем самым решить проблему бюджетного кризиса, а в том, чтобы сделать российскую налоговую систему более справедливой, одновременно повысив уровень ее нейтральности по отношению к распределению инвестиционных ресурсов и обеспечив минимально возможные искажения в экономических решениях налогоплательщиков.

Таким образом, ключевым моментом балансирования бюджета должна была стать реструктуризация расходов, включая их серьезное сокращение, - вопрос исключительно болезненный как с политической, так и с социальной точек зрения. В табл. 1.3 содержатся данные о расходах консолидированного бюджета России (включая внебюджетные фонды) за 1991 - первое полугодие 1998 года.

Анализ динамики государственных расходов в долях ВВП показывает, что с 1991-1992 годов произошло серьезное сокращение их объема. Однако, значительно снизившись в 1993 году, далее в течение всего периода до середины 1998 года они колебались в пределах 46%-48% ВВП. Произошли серьезные изменения в структуре расходов: социальные расходы и расходы на государственное управление выросли с начала 90-х примерно на треть, тогда как расходы на оборону и правоохранительные органы сократились за тот же период в полтора раза, а услуги народному хозяйству – почти в два раза. Параллельно с этим постоянно нарастал уровень расходов на обслуживание долга<sup>16</sup>.

Таблица 1.3

**Расходы бюджета расширенного правительства России  
в 1991 г. – 1 полугодии 1998 г., в % ВВП**

	1991*	1992	1993	1994	1995	1996	1997	I полугод. 1998
<b>Государственные расходы и ссуды за вычетом погашений в том числе:</b>	<b>69,3</b>	<b>65,1</b>	<b>48,6</b>	<b>49,0</b>	<b>45,7</b>	<b>47,1</b>	<b>47,6</b>	<b>46,7</b>
государственное управление	0,6	0,6	0,9	1,1	0,8	0,9	1,2	1,3

<sup>16</sup> «Выброс» в динамике расходов на обслуживание государственного долга в 1996 году объясняется финансированием дополнительных бюджетных расходов в период выборов Президента РФ и Государственной Думы РФ при серьезных послаблениях в налоговой политике, приведших к снижению налоговых поступлений.

национальная оборона и правоохранительные органы	7,8	6,1	6,0	6,3	5,1	5,2	5,6	4,2
социальная сфера	16,6	14,4	18,6	19,0	18,1	18,6	20,3	21,2
государственные услуги, предоставляемые народному хозяйству **	18,3	20,9	12,7	11,2	10,7	9,8	10,7	8,5
обслуживание государственного и муниципального долга		1,4	0,9	3,1	3,8	6,3	5,0	5,4

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

\*\* В 1992 году субсидии импортерам по текущему курсу рубля по оценкам составили 10,5% ВВП, в 1993 - 1,1% ВВП.

Источник: Минфин РФ, Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Из анализа таблицы 1.3 можно сделать вывод, о том что, общий объем сокращения расходов государства явился совершенно недостаточным для установления бюджетного равновесия. На фоне сжатия государственного сектора экономики произошло сокращение финансирования прямой помощи предприятиям. Этот процесс сопровождался принятием нового социального законодательства, которое во многом консервировало еще советские социальные обязательства государства и существовавшую бюджетную сеть и не стимулировало серьезных реформ в этой крайне чувствительной области, что в результате привело к существенному увеличению финансирования социальной сферы и государственного управления. Фактически произошло перераспределение бюджетных средств между производственной и оборонной сферой и социальной, в пользу последней.

Груз социальных расходов, равный 20% ВВП представляет собой серьезную нагрузку для государства, находящегося на таком уровне развития, как Россия<sup>17</sup>. В то же время существуют серьезные ограничения на его снижение, связанные с привычным уровнем государственной поддержки населения, сложившейся при социализме. Кроме того, поддержка населением проводимых экономических преобразований в значительной степени определяется динамикой социальных расходов государства. Важно учитывать и то обстоятельство, что расходы государства, обеспечивающие поддержание высокого образовательного уровня населения (а сюда входит целый ряд бюджетных расходов, связанных с финансированием социальной сферы) являются одним из важных факторов, создающих предпосылки экономического роста. Тем не менее, резервы такого сокращения существуют и заключаются в переориентации всей системы социальной помощи населения на адресную поддержку, при которой происходит концентрация финансовых ресурсов на социально незащищенных группах населения, и в реформировании организаций бюджетной сферы путем перехода от их сметного финансирования к финансированию по конечным результатам.

Правительство в рассматриваемый период (и особенно на рубеже 1997-1998 годов) предпринимало попытки наведения порядка в расходовании средств федеральных и местных бюджетов, а кабинетом С. Кириенко в июне - июле 1998 г., как будет показано ниже, была даже разработана и одобрена специальная программа в этой

<sup>17</sup> В данном случае имеется в виду не только социально-экономическое развитие в общем смысле, но и развитие бюджетной и налоговой системы, межбюджетных отношений. В начале первого десятилетия XXI века проблема уровня социальных расходов стала несколько менее острой по причине, во-первых, серьезного роста доходной базы бюджетной системы – как вследствие удачной макроэкономической ситуации, так и налоговой реформы, и, во-вторых, проведения отдельных реформ, не всегда последовательных и комплексных, но направленных на упорядочение процедур государственного финансирования в первую очередь социальных расходов. Среди таковых, в частности, можно назвать реформу межбюджетных отношений, совершенствование системы казначейского исполнения бюджета, ужесточение режима учета внебюджетных доходов и т.д.

области<sup>18</sup>. Однако по существу предпринимавшиеся в этом направлении меры носили характер упорядочивания отдельных расходов, представляли собой попытки выявления и ликвидации нерациональных расходов, тогда как проблема была гораздо более сложной: государство должно было отказаться от значительной части своих обязательств, выполнение которых стало невозможно без опасного наращивания государственного долга, а также провести серьезные реформы системы финансирования расходов бюджета.

На решение задачи сокращения расходных обязательств государства серьезное влияние оказали особенности российской конституционной системы. Заложенный в Конституцию 1993 года механизм формирования институтов власти препятствовал ее разрешению. Режим сильной президентской республики закладывался, в частности, для того, чтобы ограничить популистскую и лоббистскую активность законодательного корпуса. Однако на практике независимость от Думы не только ограждала Правительство от популизма, но в то же время ставила депутатов в комфортную и политически беспроигрышную ситуацию, когда парламент не несет ответственности за результаты осуществляемого социально-экономического курса. Особенно болезненно такое положение проявлялось при прохождении через Думу закона федерального бюджета на очередной год.

## **1.2. Политическая слабость исполнительной власти и кризис государственного долга<sup>19</sup>**

Другая группа факторов резкого обострения финансового кризиса связана с кризисом социально-политической базы либерально-стабилизационного макроэкономического курса 1995-1997 годов. Среди влиятельных групп интересов, обеспечивавших поддержку этого курса, были эффективные экспортоориентированные отрасли, а также банки

Предвыборное поведение Правительства весной 1996 года детерминировалось рядом факторов, одни из которых являются универсальными для всех рыночных демократий, другие типичны для политически слабых и склонных к популизму режимов (причем это могут быть как слабые демократии, так и слабые диктатуры), а третьи отчетливо дали о себе знать именно в конкретной ситуации принципиально важных с экономико-политической точки зрения выборов в посткоммунистической России. Показательным в этом плане является развитие ситуации на рынке внутреннего долга РФ<sup>20</sup>.

Как указывалось, законодатели России (точнее, их левое большинство) из года в год вынуждали правительство составлять и утверждали дефицитные бюджеты. Помимо

---

<sup>18</sup> Постановление Правительства № 600 "Об утверждении программы экономии государственных расходов", принятое 17 июня 1998 года во исполнение Указа Президента Российской Федерации от 26 мая 1998 г. N 597 "О мерах по обеспечению экономии государственных расходов", было нацелено на сокращение неэффективных социальных льгот, государственных инвестиций, дотаций в отдельные отрасли. По расчетам разработчиков соответствующей программы, ее осуществление должно было привести к снижению расходов бюджета на 41,9 млрд. руб. (1,6% ВВП). На решение той же задачи были направлены Постановление Правительства от 12 мая 1998 г. N 438 «О мерах по укреплению финансовой дисциплины», Указ Президента Российской Федерации от 14 мая 1998 года N 554 "О мерах по укреплению финансовой дисциплины и исполнению бюджетного законодательства Российской Федерации", Распоряжение Правительства Российской Федерации от 17 июля 1998 г. № 970-р и др.

<sup>19</sup> При подготовке раздела использованы материалы, предоставленные С. Архиповым.

прочих последствий, это приводило к наращиванию внутреннего и внешнего государственного долга, что и явилось главной предпосылкой наступившего экономического кризиса (табл. 1.4, 1.5).

Таблица 1.4

**Динамика государственного внутреннего долга  
и расходов на его обслуживание, % ВВП**

	на 1 января 1994	на 1 января 1995	на 1 января 1996	на 1 января 1997	на 1 января 1998	на 1 января 1999
Государственный внутренний долг, в т.ч.	21,7	14,5	11,5	16,2	18,7	28,0
задолженность по ценным бумагам	0,2	3,1	5,2	11,0	16,8	17,9
задолженность Центральному банку	18,0	9,6	3,7	2,6	0,0	0,0
Обслуживание внутреннего долга	0,6	2,6	2,3	4,7	3,6	4,0

Источник: Минфин РФ, ЦБ РФ, ИЭППП.

Увеличение внутреннего долга вызвало соответствующий рост расходов на его обслуживание. С 1996 года по 1997 год их величина возросла с 2,3% ВВП до 4,7% ВВП. В первом полугодии 1998 года эти расходы хотя и несколько сократились, тем не менее составляли 3,6% ВВП.

Одновременно в 1996–1998 годах началось широкое использование заимствований на внешних финансовых рынках. Динамика внешнего долга Российской Федерации представлена в табл. 1.5.

Таблица 1.5

**Динамика внешнего долга России**

	Долг СССР (млрд долл.)	Долг РФ (млрд долл.)	Обслуживание в % ВВП
1992	104,9	2,8	0,7
1993	103,7	9,0	0,3
1994	108,6	11,3	0,5

<sup>20</sup> Подробно эти события описаны в: см. «Экономика переходного периода...». М.: ИЭППП, 1998. Глава 9.

1995	103,0	17,4	0,9
1996	100,8	24,2	0,9
1997	97,8	33,0	0,7
1998	95,0	55,0	1,2

Источник: Минфин РФ, Госкомстат РФ, ИЭПП.

Общий уровень долговой нагрузки на экономику страны, равный 49,8% ВВП (на 1 января 1998 года), если сравнить с ситуацией в других странах мира, можно оценить как относительно низкий<sup>21</sup>. Однако, особенность ситуации с внутренним долгом, сложившейся в России к 1997 году, определяется его краткосрочным характером и значительной долей долга, принадлежащего нерезидентам.

Дюрация внутреннего долга РФ (средний срок до погашения обращающихся ГКО-ОФЗ) выросла за 1995 год с 60 до 90 дней, за 1996 г. – до 150 дней, в 1997 году – до 250 дней. И хотя к августу 1998 года данный показатель составил около 330 дней, средства, необходимые ежемесячно только для погашения ранее выпущенных облигаций (без учета купонных выплат по двух – трехлетним купонным бумагам, ОФЗ), достигли в первой половине 1998 года 10–15% месячного ВВП.

Эта ситуация предопределила решение о широком допуске нерезидентов на рынок внутреннего государственного долга. При сложившемся объеме дефицита государственного бюджета и ограниченной возможности внешних заимствований выбора не было. Нужно было либо сократить дефицит государственных финансов, либо открывать рынок внутреннего долга для нерезидентов.

Первое решение о либерализации допуска нерезидентов на рынок было принято в 1996 году. С 7 февраля этого года иностранные инвесторы получили право участвовать через уполномоченные банки-нерезиденты в аукционах по ОФЗ и репатриировать получаемую прибыль (по ставке 19% годовых в валюте) под гарантии ЦБ РФ.

В августе 1996 года ЦБ РФ ввел в действие новую схему допуска нерезидентов на рынок ГКО-ОФЗ, которая предусматривала их участие через российские банки-дилеры на вторичных торгах и репатриацию прибыли через счета типа «С»<sup>22</sup>. Первоначальная квота для нерезидентов была установлена в размере 1 млрд. долларов в месяц (впоследствии увеличена сначала до 1,5, а с ноября – до 2 млрд. долларов). Снижение номинальной доходности ГКО в 1997 году позволило Министерству финансов РФ

<sup>21</sup> Величина собственно российского долга на 1 января 1998 года составила 7,6% ВВП, т.е. 25,2% от общей суммы. За восемь месяцев 1998 года доля долговых обязательств РФ в общем объеме внешнего долга, включающем задолженность бывшего СССР, достигла 36,7%.

<sup>22</sup> См. «Вестник Банка России», №33, 23 июля 1996 года.

постепенно понижать уровень гарантированной доходности нерезидентам от вложений на рынке ГКО-ОФЗ. В августе 1997 года валютная доходность от инвестиций была установлена на уровне 9% годовых.

С 1 января 1998 года Центральный банк и Правительство РФ объявили о практически полной либерализации рынка для нерезидентов – вступил в действие новый порядок работы нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ. Были отменены гарантированный уровень доходности, ограничения на срок вложения средств в облигации на период репатриации прибыли. Кроме того, ЦБ РФ передал коммерческим банкам права по гарантиям иностранным инвесторам по валютной доходности их вложений, т.е. право страховать их от валютного риска. В результате доля нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ неуклонно росла. По данным Министерства финансов РФ, в апреле 1998 года доля нерезидентов составляла около 28% объемов рынка.

Широкий доступ нерезидентов на рынок внутреннего государственного долга позволил решить задачу снижения процентных ставок в российской экономике, тем самым уменьшилась нагрузка на бюджет в части расходов на обслуживание государственного долга. Кроме того, снижение процентных ставок сняло запретительный барьер на пути расширения кредитования реального сектора экономики. Одновременно широкое участие иностранных инвесторов в финансировании дефицита государственного бюджета резко усилило зависимость экономики России от конъюнктуры мировых финансовых рынков.

Следует также отметить, что существенное ослабление контроля за иностранным капиталом и соответствующее снижение стоимости обслуживания государственного долга создало у правительства иллюзию об отсутствии проблем с обеспечением финансирования дефицита государственного бюджета по крайней мере в среднесрочной перспективе. С этой точки зрения, допуск нерезидентов на рынок внутреннего долга оказал негативное влияние на экономическую политику, усилив моральные риски выбора мягкой бюджетной политики, не предполагавшей резкого снижения бюджетного дефицита и, соответственно, потребностей в государственных заимствованиях.

Внешние заимствования являлись более «длинными» по сравнению с ценными бумагами, размещаемыми на внутреннем рынке, однако, начиная с 1999 года, Россия вступала в период выплаты предоставленных ранее международными финансовыми организациями кредитов и займов, а с 2001 года начиналось погашение размещенных в 1997–1998 годах евробондов. Уже тогда было ясно, что в течение ближайших 10 лет

ежегодные затраты только на погашение долгов международным финансовым организациям и процентные выплаты инвесторам, купившим российские еврооблигации, должны были составить от 3,5 до 5 млрд. долларов США (рис. 1.1 и 1.2) Кроме того, в 2002 году кончился льготный период обслуживания долгов Лондонскому и Парижскому клубу, что также означало значительный рост годовых объемов внешних выплат.

Рис. 1.1.



Рис. 1.2



Источник: Минфин РФ, ИЭППП.

Тем не менее, можно говорить о том, что в 1997–1998 годах политика управления государственным долгом недостаточно учитывала преимущества внешних заимствований по сравнению с внутренними. Внешние заимствования характеризуются



не только более долгосрочным характером, но и отсутствием для инвесторов риска изменения курса рубля, что делает их цену менее зависимой от текущей курсовой политики. Попытка увеличить объем внешних займов за счет размещения евробондов в этот период проводилась, на наш взгляд, недостаточно последовательно. За 1997 — 1998 год объем размещения еврозаймов составил 14,9 млрд. долларов США (табл. 1.6). Если бы консолидация (т.е. замена краткосрочного долга на долгосрочный, путем изменения соотношений внутренних и внешних заимствований) осуществлялась более интенсивно, то угрозу финансового кризиса можно было несколько снизить.

Таблица 1.6.

### Размещение российских еврооблигаций в 1997–1998 гг.

Валюта выпуска	Дата эмиссии	Дата погашения	Объем эмиссии (млн \$, DM, ITL)	Купонная ставка	Цена размещения
DM	25.03.97	25.03.04	2 000	9,000%	101,750
\$	26.06.97	26.06.07	2 000	10,000%	99,164
\$	28.10.97	26.06.07	400	10,000%	103,500
DM	31.03.98	31.03.05	1 250	9,375%	101,418
ITL	30.04.98	30.04.03	750 000	9,000%	99,710
\$	10.06.98	10.06.03	1 250	11,750%	98,790
\$	24.06.98	24.06.28	2 500	12,750%	98,437
\$	24.07.98	25.07.05	3 469	8,750%	73,801
\$	24.07.98	25.07.18	2 967	11,000%	73,858

Источник: Минфин РФ.

Однако в 1997 году ситуация в экономике России, да и в мире в целом, начала меняться<sup>23</sup>. Во-первых, падение мировых цен на энергоносители и металлы обусловило заинтересованность экспортеров в снижении курса национальной валюты. Во-вторых, со стороны нефтяного лобби резко усилилось давление в пользу снижения акцизов, реализация чего не могла не сказаться негативно на состоянии федерального бюджета и, следовательно, на макроэкономической стабильности.

В таких условиях девальвация становилась практически неизбежной, если бы не ситуация, сложившаяся в банковской системе. Значительные валютные обязательства ведущих российских коммерческих банков ставили их в случае снижения курса рубля на грань банкротства, что становилось важным фактором, противодействующим девальвации. Причем реальная ситуация оказывалась еще более сложной, поскольку банковский и нефтегазовый бизнес были в посткоммунистической России тесно переплетены.

<sup>23</sup> Подробнее см. гл. 10 «Макроэкономическая стабилизация и фискальный кризис» в «Экономика переходного периода ...». – М.: ИЭПП, 1998.

Наконец, важным фактором внутренней дестабилизации стала резко обострившаяся борьба между различными группировками элиты российского бизнеса, в которую оказалось вовлечено и правительство.

Борьба за налоговую дисциплину осложнила отношения правительства с ведущими экспортно-ориентированными и политически влиятельными компаниями, прежде всего с РАО «Газпром» и нефтяными компаниями. Именно от этих компаний, вносящих значительный вклад в федеральный бюджет, в первую очередь потребовали соблюдения налоговой дисциплины и погашения долгов перед государством. Одновременно были предприняты шаги по усилению реального государственного контроля за деятельностью «Газпрома» - организации, которая, несмотря на свой характер естественной монополии и при наличии у государства блокирующего пакета акций, фактически находилась под полным контролем высшего менеджмента (с ним формально был заключен трастовый договор по управлению государственным пакетом акций). От «Газпрома», как и от других компаний - экспортеров энергоресурсов потребовали перехода на современные западные формы организации бухгалтерского учета, обеспечивающие гораздо большую прозрачность хозяйственно-финансовой деятельности.

Естественная негативная реакция соответствующих фирм на подобные действия правительства, непривычные и в принципе неприятные для них, была усилена двумя группами факторов. Во-первых, высокий уровень неплатежей в народном хозяйстве, и особенно неплатежей со стороны бюджетных организаций, позволял энергетикам утверждать, что задолженность по налогам является результатом неплатежей за поставку энергоресурсов (в первую очередь это касалось «Газпрома» и РАО «ЕЭС России»). Во-вторых, усилия по увеличению собираемости налогов накладывались на снижение мировых цен на нефть, что объективно еще более осложняло положение соответствующих компаний и давало им повод обвинять правительство в целенаправленном подрыве нефтяной отрасли. Разумеется, усиление прозрачности отчасти способствовало бы снижению издержек и повышению эффективности, но решительно противоречило интересам собственников и менеджмента этих фирм.

В 1997 году произошел и пересмотр отношения власти к приватизации: на первый план выдвинулись ее финансово-бюджетные задачи. Это существенно отличалось от характерной для предшествующего периода модели, когда приватизация рассматривалась преимущественно как инструмент укрепления политической базы

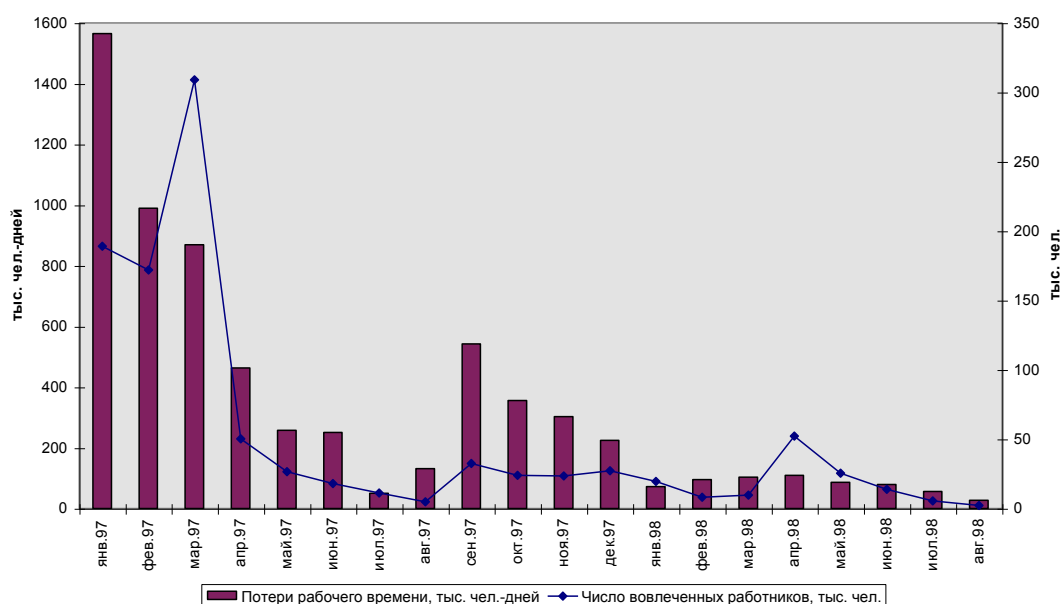
исполнительной власти. Попытка государства получить максимальную выручку от продажи акций ряда крупных и весьма привлекательных компаний вызвала резкое недовольство среди банковской элиты, ранее ориентированной на поддержку исполнительной власти. Особо острые разногласия вызвали результаты продажи крупных пакетов акций «Связьинвеста» и РАО «Норильский никель», а также перспективы приватизации компании «Роснефть». Началась затяжная «банковская война», результатом которой стало резкое ослабление эффективности функционирования Кабинета.

Результатом всех этих событий стало усиление политической борьбы внутри самого Кабинета (прежде всего между премьером В.Черномырдиным и его двумя первыми заместителями – А.Чубайсом и Б.Немцовым), с декабря 1997 года дееспособность правительства оказалась резко ослабленной. Принятие практически любого значимого решения оказывалось заблокированным. Наиболее типичным примером последнего стала история с попыткой ареста имущества некоторых крупных нефтяных компаний - неплательщиков налогов, решение о чем было принято А.Чубайсом и отменено В.Черномырдиным (декабрь 1997). Аналогичные проблемы возникали при перераспределении обязанностей между руководителями правительства (январь 1998).

Формирование этого Кабинета в марте 1997 года породило определенные надежды. Это отразилось как в резком снижении забастовочной активности, так и в положительных сдвигах в опросах общественного мнения (рис. 1.3, 1.4). Однако с начала 1998 года ситуация изменилась. Ухудшение финансового положения и скандалы в высших эшелонах исполнительной власти привели к ослаблению ее поддержки в обществе. С нового года вновь возобновился рост бюджетной задолженности, касавшийся в первую очередь военнослужащих и работников социальной сферы. Соответственно, стало нарастать, хотя и не очень быстро, количество участников забастовок (рис. 1.3). Увеличивалось количество граждан недовольных как своим положением, так и деятельностью властей.

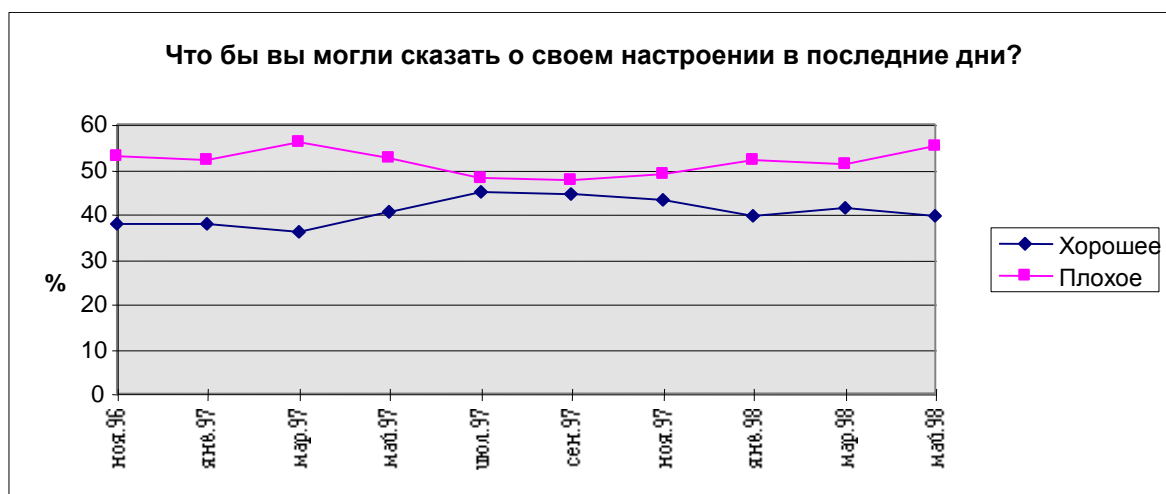
*Рис. 1.3.*

Динамика численности участников забастовок и потерь рабочего времени.



Источник: данные Госкомстата РФ.

Рис. 1.4.



Источник: Данные ВЦИОМ.

### 1.3. Экономические предпосылки кризиса

#### 1.3.1. Состояние платежного баланса<sup>24</sup>

При анализе основных изменений показателей платежного баланса важно иметь в виду внутреннюю противоречивость экономической ситуации в России, сложившейся к лету 1997 года. С одной стороны, при падении цен на нефть у экономических агентов

<sup>24</sup> В разделе использованы материалы, предоставленные И. Труниным.

возникли подозрения в переоцененности рубля с точки зрения изменившихся условий торговли, и соответственно, появились ожидания девальвации. Эти ожидания усиливались из-за роста расходов на обслуживание и погашение внешнего долга. Необходимость корректировки проводимой курсовой политики и определенного обесценения рубля стала очевидной в последнем квартале 1997 года.

С другой стороны, если экономическая ситуация характеризуется наличием короткого внутреннего государственного долга и высокой доли нерезидентов на этом рынке, то любые попытки изменения курсовой политики (в частности, попытки ускорения постепенного обесценения рубля) вызывают массовый отток иностранных инвесторов с финансовых рынков, рост процентных ставок, увеличение спроса на валюту, снижение валютных резервов, увеличение риска дефолта по государственным обязательствам и резкой девальвации. В результате, политика постепенного обесценения рубля в целях уравнивания платежного баланса становится практически невозможной. Это наглядно показал опыт 1997-1998 годов.

Начиная со второго квартала 1997 года, сальдо по счету текущих операций в основном принимает отрицательные значения. Среди основных факторов снижения сальдо по счету текущих операций можно выделить неблагоприятную конъюнктуру на мировом рынке основных экспортных товарных групп России (как будет показано в гл. 8, колебания сальдо торгового баланса РФ практически полностью повторяют изменения мировых цен на нефть), а также увеличение общего объема выплат процентных доходов нерезидентам со стороны государства и частного сектора (по итогам 1997 года сальдо выплаченных доходов по услугам капитала составило –8 млрд. долл. или 1,75% ВВП).

Характерно, что в третьем квартале 1998 года вследствие девальвации рубля, несмотря на дальнейшее снижение мировых цен на нефть, сальдо торгового баланса России резко возросло и превысило 4 млрд. долл. Это произошло, благодаря, главным образом, сокращению импорта. Сальдо платежного баланса по счету текущих операций также выросло по сравнению с предыдущим периодом, что, впрочем, практически полностью объясняется ростом торгового баланса, т.к. сальдо баланса доходов в III квартале составило 3,4 млрд. долл., что ненамного ниже показателя II квартала.

Несмотря на неблагоприятную динамику счета текущих операций, сальдо по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами в 1997-98 гг. оставалось положительным и было зафиксировано в 1997 году на уровне 19,5 млрд. долл. Однако профицит финансового счета в 1997 году возник вследствие показанного в платежном

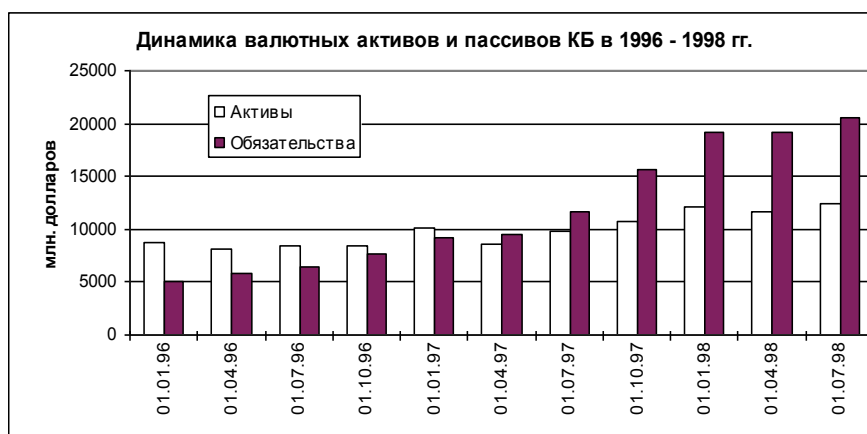
балансе притока иностранных портфельных инвестиций, а сальдо по остальным статьям счета операций с капиталом и финансовыми инструментами в течение года принимало либо отрицательные, либо невысокие положительные значения.

Такие показатели финансового счета платежного баланса в 1997 году были вызваны 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).

Анализ платежного баланса России за 1997 год показывает снижение сальдо по счету портфельных инвестиций в IV квартале до 906 млн. долл. США (0,72% ВВП) и общего сальдо платежного баланса до 9,9 млрд. долл. США (-7,9% ВВП). Таким образом, динамика портфельных иностранных инвестиций имела резкий перелом осенью 1997 года. Наряду с ухудшением конъюнктуры цен на основные товары российского экспорта, этот фактор в конце 1997 – первой половине 1998 года привел к катастрофическому росту дефицита платежного баланса, финансируемого за счет снижения внешних резервов ЦБ РФ.

### 1.3.2. Уязвимость банковской системы

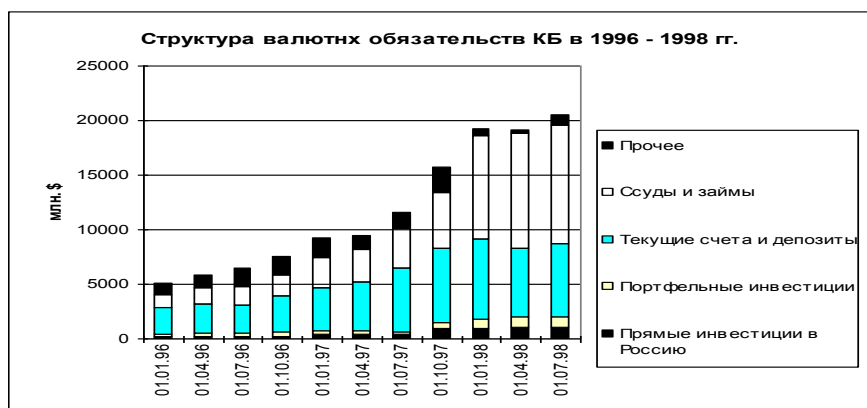
В условиях быстрого роста курса доллара в 1992–1994 годах в структуре активов коммерческих банков преобладали кредиты, номинированные в валюте. Быстрое обесценение рублевых обязательств позволяло финансировать даже малоэффективные, в валютном выражении, проекты. При относительно стабильном курсе рубля ситуация изменилась: высокая реальная ставка по рублевым обязательствам требовала более эффективного размещения активов. Поэтому в 1995–1996 годах происходил процесс увеличения валютнономинированных пассивов коммерческих банков. В первом квартале 1997 года их величина превысила валютные активы банков (см. рис. 1.5).



Источник: ЦБ РФ.

При этом за год, к концу первого квартала 1998 года, валютные обязательства коммерческих банков выросли примерно в два раза - с 9,5 млрд. долл. до 19,2 млрд. долл. На 1 июля 1998 года 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 (см. рис. 1.6).

Рис. 1.6

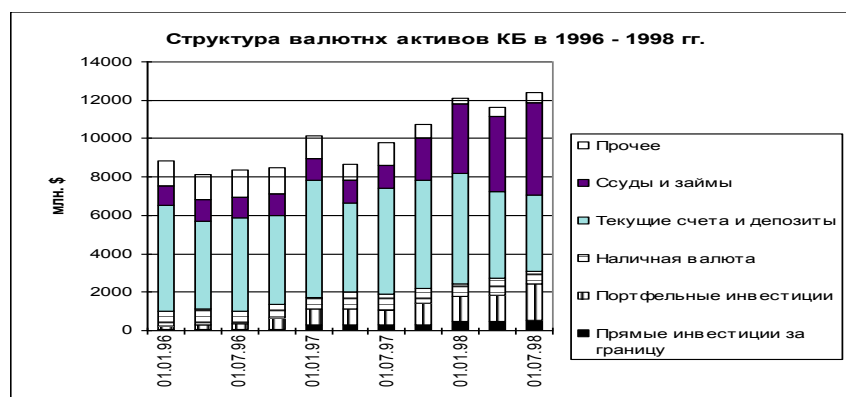


Источник: ЦБ РФ.

Валютные активы за этот период возросли примерно до 12,1 млрд. долл. Причем рост происходил в основном за счет увеличения выдаваемых кредитов (см. рис. 1.7). Очевидно, что такая структура баланса банковской системы (наряду с ее общей слабостью в финансовом отношении, вызванной протекционистским отношением государства к большинству крупных банков) сделала ее крайне уязвимой к девальвации национальной валюты. Кроме того, высокие объемы иностранных кредитов привлекались под залог ценных бумаг, падение котировок которых в ходе развития

финансового кризиса, потребовавшее доведения средств на депозитные счета, инициировало начало развертывания банковского кризиса.

Рис. 1.7



Источник: ЦБ РФ.

## 1.4. Предкризисные явления в финансовой системе России (1997 – 1998 гг.)<sup>25</sup>

### 1.4.1. Азиатский кризис 1997 года, его влияние на ситуацию в России и Латинской Америке

В основе финансового кризиса, развернувшегося в странах Юго-Восточной Азии в 1997 году, лежали прежде всего глубинные факторы, связанные с накоплением издержек ускоренной индустриализации. При всех различиях в характере кризисов в Мексике в 1994 году<sup>26</sup> и в Юго-Восточной Азии в 1997 - 1998 годах, основной удар кризиса в обоих регионах был нанесен по национальным банковским и валютным системам с последующей коррекцией фондовых рынков.

Схема финансового кризиса была примерно одинаковой: массовый отток внешнего капитала создавал угрозу падения курса национальной валюты, после чего иностранные институциональные инвесторы, действовавшие на внутреннем рынке, стремились вывести капитал и зафиксировать полученную прибыль. В результате, кризис распространялся на различные сектора финансового рынка.

<sup>25</sup> Более подробно период с октября 1997 года по сентябрь 1998 года рассмотрен в обзоре "Российская экономика в январе – сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы" (выпуск 19). – М.: ИЭПП, 1998.

<sup>26</sup> В Мексике внешняя задолженность достигала 7,4% от общего долга стран, подпадавших под категорию emerging markets и составляла 118,4 млрд. долларов США, см. Keppeler M., Lechner M. Emerging Markets: Research, Strategies and Benchmarks. Chicago, 1997, p.78.



Не менее очевидны и различия между этими кризисами. Формы развертывания кризиса в Мексике могут свидетельствовать о том, что имел место “кризис избыточного потребления”, при котором дефицит платежного баланса по текущим операциям был вызван прежде всего чрезмерно высоким уровнем текущего потребления в стране. Финансовый кризис в странах Юго-Восточной Азии 1997 - 1998 годов, напротив, стал “кризисом избыточного инвестирования”, при котором внешнее финансирование, использовавшееся для расширения производства и долгосрочного инвестирования, выступало ключевым фактором перегрева конъюнктуры.

Как известно, первые модели валютных кризисов, удачно объяснявшие события в развивающихся экономиках (преимущественно, в странах Латинской Америки), описывают последствия несоответствующей денежной и фискальной политики при поддержании режима фиксированного обменного курса на примере небольшой страны. В своей статье, ставшей классической, П. Кругман<sup>27</sup> показал, что при фиксированном валютном курсе увеличение внутреннего кредита с темпом, превышающим темп увеличения денежной массы, ведет к постепенному уменьшению внешних резервов. При достаточно низком, но положительном уровне резервов происходит спекулятивная атака, ведущая к резкому снижению резервов (практически до нуля) и отказу от фиксированного обменного курса в пользу плавающего.

Кризис европейского валютного механизма в первой половине 1990-х годов дал толчок к развитию моделей валютного кризиса второго поколения, содержащих в основе идею о том, что в зависимости от состояния экономики, поведения спекулянтов и ситуации на валютном рынке возможны различные варианты проводимой государством политики<sup>28</sup>. В определенных условиях следует перейти из одного равновесия в другое, которое более выгодно для экономики по тем или иным соображениям, т.е. при определенных соотношениях между параметрами функции социальных издержек государства может случиться так, что девальвацию нужно будет провести даже при наличии возможности защищать режим фиксированного обменного курса при помощи валютных интервенций. При минимизации функции социальных издержек рассматриваются две стратегии поведения правительства: заданные правила ответных действий (rule) и действия по ситуации (discretion). Решение задачи минимизации издержек в каждом из этих случаев позволяет сделать следующий вывод: в том случае,

---

<sup>27</sup> Krugman, P., “A Model of Balance-of-Payments Crises”, 1979, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, pp. 311-25.

если случайный фактор не играет важной роли (имеет низкую дисперсию), экономика в целом выигрывает при заранее определенной программе действий правительства. Если же дисперсия шоков велика, то минимальные издержки достигаются при гибких действиях правительства в зависимости от происходящих событий.

Однако события в Азии и России в 1997–1998 годах явились ярким примером формирования новой природы взаимодействия элементов мировой финансовой системы, которой присущи и новые угрозы и новые типы кризисов, кризисов третьего поколения<sup>29</sup>. Особенностью таких кризисов является тот факт, что причины кризиса зачастую находятся за пределами самих стран, пораженных кризисом, и связаны с колебаниями ликвидности на мировом финансовом рынке, ожиданиями и настроениями инвесторов. В то же время уязвимость страны возрастает по мере либерализации внутреннего финансового рынка, расширения временной и валютной структуры финансовых инструментов, т.е. осуществления тех мер, принятие которых традиционно расценивалось как шаг, направленный в сторону снижения угрозы валютного кризиса первого или второго поколения. Соответственно, характерной чертой таких кризисов является, зачастую, их полная неожиданность как для участников рынка, так и для принимающих решения лиц. В то же время, до настоящего момента продолжаются дискуссии о влиянии на возникновение кризисов третьего поколения экономической политики, проводимой в русле так называемого «Вашингтонского консенсуса»<sup>30</sup>.

Среди макроэкономических объяснений механизма развертывания кризиса исследователи прежде всего выделяют растущий приток капитала в 1995-1997 годах, который приводил к переоценке реальных валютных курсов, что в свою очередь усиливало дефицит текущих счетов платежного баланса<sup>31</sup>.

Об общей логике и последовательности нарастания кризиса можно судить, например, по следующей хронологии событий.

#### **Хронология мирового финансового кризиса**

	1	9	9	7
<b><u>март</u></b>				
Таиланд	волна спекуляций против таиландского бата, крах одной из крупнейших финансовых организаций страны – Finance One.			
<b><u>июнь</u></b>				

<sup>28</sup> Obstfeld, M. (1994), “The Logic of Currency Crises”, NBER Working Paper 4640; Obstfeld, M. (1996), “Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features”, NBER Working Paper 5285.

<sup>29</sup> См., например, Chang, R., A. Velasco (1998) “The Asian Liquidity Crisis”, NBER Working Paper, 6796.

<sup>30</sup> Подробнее см. работу DeLong, J. B., B. Eichengreen (2001) “Between meltdown and moral hazard: The International monetary and financial policies of the Clinton administration”, NBER Working Paper, 8443.

<sup>31</sup> См., например: Dickinson D. Investment, Finance and Firms’ Objectives: Implications of the recent experience of South East Asian Economies. Conference “Capital formation, financial development and good governance: Lessons from Pasific-Asia”, Bangkok, Thailand, 15-16 December, 1997.

Таиланд	отставка министра финансов Таиланда. Установление валютного контроля
<b>июль</b>	
Таиланд	28 июля: Таиланд обращается за помощью к МВФ.
Малайзия	4 июля: Центральный банк Малайзии прекращает поддержание курса риггита
<b>август</b>	
Таиланд	принятие МВФ решения о выделении примерно \$17 млрд. Таиланду, который объявляет план жесткой финансовой политики.
Малайзия	18 августа: Мохаммад Махатир, премьер-министр Малайзии, обвиняет международных спекулянтов в создании кризисной ситуации. 23 августа: введение запрета на покупку срочных ценных бумаг в Малайзии, повлекшее за собой недовольство иностранных инвесторов и обострение кризиса.
Сингапур	25 августа: атака на сингапурский доллар.
Индонезия	14 августа: центральный банк Индонезии отпускает курс рупии.
Южная Корея	25 августа: атака на южнокорейский вон.
<b>сентябрь</b>	
Япония	21 сентября: ежегодная встреча руководства МВФ и Мирового Банка в Гонконге, Япония предлагает создать азиатский фонд размером \$100 млрд.
<b>октябрь</b>	
Таиланд	20 октября: отставка министра финансов Таиланда. Начало политического кризиса и критики плана МВФ.
Индонезия	14 октября: осуществление плана реструктуризации банковской системы в Таиланде 30 октября: МВФ предоставляет трехлетний заем Индонезии для реструктуризации финансовой системы
Гонконг	23 октября: На фондовой бирже Гонконга индекс Hang Seng упал на 14%. Произошла атака на гонконгский доллар. Центральный банк отвечает повышением ставки по однодневным кредитам с 7% до 300%, что несколько успокаивает рынок. Однако биржевой крах все равно состоялся.
<b>ноябрь</b>	
Япония	19 ноября: Япония представляет план подъема экономики. Встреча руководителей центральных банков азиатских стран, приведшая к решению об отказе от создания азиатского фонда. 24 ноября: Банкротство Yamaichi Securities.
Таиланд	5 ноября: отставка премьер-министра Таиланда.
Индонезия	3 ноября: закрытие 16 частных банков в Индонезии в рамках программы МВФ.
Южная Корея	Атака на корейский вон и смещение с поста министра финансов. 18 ноября: объявление программы по реформированию финансовой системы во избежание необходимости обращаться за помощью к МВФ. 30 ноября: обострение финансового кризиса в Южной Корее, правительство обращается за помощью к МВФ.
<b>декабрь</b>	
Япония	17 декабря: в Японии утверждается \$100-миллиардный план подъема экономики.
Таиланд	8 декабря: закрытие 56 из 91 финансовых компаний Таиланда. 19 декабря рейтинговое агентство Moody's Investors Service объявило о снижении валютного кредитного рейтинга
Малайзия	5 декабря: Малайзия объявляет о принятии плана жесткой бюджетной политики и сокращения бюджетных расходов на 18%. 19 декабря рейтинговое агентство Moody's Investors Service объявило о снижении валютного кредитного рейтинга
Индонезия	19 декабря рейтинговое агентство Moody's Investors Service объявило о снижении валютного кредитного рейтинга
Южная Корея	3 декабря: Корея дает согласие на осуществление плана МВФ, предусматривающего выделение \$57 млрд. на полное реформирование финансовой системы. 18 декабря: в Корее прошли выборы президента. 19 декабря рейтинговое агентство Moody's Investors Service объявило о снижении валютного кредитного рейтинга 24 декабря: МВФ и мировое финансовое сообщество принимает решение о срочном выделении \$10 млрд. Южной Корее. 30 декабря: реструктуризация части краткосрочной частной задолженности в Южной Корее.
<b>1 9 9 8</b>	
<b>январь</b>	
Малайзия	4 января: Малайзия объявляет о возможности высылки части иностранной рабочей силы.
Индонезия	2 января: Индонезия объявляет о проекте слияния 4 из 7 государственных банков. Малайзия объявляет аналогичный план. 15 января: новое соглашение между МВФ и Индонезией по устранению государственных монополий, реформированию банковского сектора и лишению семьи Сухарто привилегий.
Гонконг	20 января: Банкротство инвестиционной компании Peregrine в Гонконге.

**Февраль**

Таиланд	1 февраля: Япония становится объектом критики на всемирном форуме в Давосе. Таиланд получает заем Всемирного Банка размером в \$300 млрд. на создание рабочих мест в сельскохозяйственном секторе.
Индонезия	4 февраля: волна протеста в Индонезии, вызванная повышением цен на керосин и предметы первой необходимости 10 февраля: президент Сухарто объявляет о возможной индексации рупии по отношению к доллару, резко раскритикованной МВФ и МБ. 16 февраля: МВФ угрожает прекратить финансовую помощь Индонезии в случае продолжения индексации рупии.

*Источник:* подготовлено на основе сообщений СМИ.

Попытки правительства и центрального банка поддержать пошатнувшиеся банки и ограничить размах финансового кризиса требуют огромных ресурсов. Расчеты показывают, что в предшествующие годы суммы, направленные на укрепление позиций частных банков в Малайзии (1985-1988 гг.), составили около 10% ВВП, а в Мексике (1994-1997 гг.) - свыше 15% ВВП<sup>32</sup>. Подрыв доверия к местным финансовым учреждениям и отказ от финансового посредничества (disintermediation) наносят серьезный ущерб процессам хозяйственного роста.

Финансовый кризис в Юго-Восточной Азии оказал существенное влияние на мировую экономику. Можно выделить следующие каналы его воздействия на другие страны:

1. Подрыв доверия к частным ценным бумагам (к частным заемщикам) и соответствующие коррекции в банковской политике и на биржах.<sup>33</sup> Эти изменения связаны прежде всего с сокращением вложений в частные бумаги на emerging markets и переходом к вложениям в более надежные бумаги (государственные облигации) развитых стран, а также с лавинообразным сокращением ссуд, предоставляемых частным клиентам.

2. Падение цен фондовых активов и девальвация валют стран Юго-Восточной Азии сказались на состоянии фондовых бирж в США и других развитых странах, тесно связанных торговыми и финансовыми отношениями с данным регионом. И все же кризисные процессы на фондовых рынках промышленно развитых стран оказались гораздо менее разрушительными, чем в странах, входящих в группу emerging markets.

27 октября 1997 г. большинство крупнейших фондовых бирж на несколько часов прекратило свою работу. Индекс Dow Jones Industrial Average Index упал на 554,51 пункта (падение составило 7,18%). Падение котировок акций на фондовых рынках Европы было менее сильным, чем в Азии и США.

<sup>32</sup> В некоторых других странах эти расходы оказывались еще большими. Так, в Кувейте (1990-1991 гг.) они достигали, по некоторым оценкам, половины всего ВВП (см. В.Eichengreen, A.Rose «Staying Afloat when the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises» NBER Working Paper 6370 1998, p.2.)

<sup>33</sup> См. Pisani-Ferry J. et Sgard J., «Leçons mexicaines», La Lettre du CEPII, 134, avril 1995; Boissieu C., Rol S. «Le plongeon asiatique» // Sociétal, 14, décembre 1997; Perspectives économiques de l'OCDE, 62, décembre 1997; Veneroso Fr., Wade R.

Вместе с тем, сильное падение курсов и на американской бирже оказалось не слишком продолжительным. Упомянувшееся выше семипроцентное падение индекса Dow Jones Industrial Average произошло в основном за счет компаний, тесно связанных с юго-восточным регионом, а среди них преобладали высокотехнологичные корпорации, например, IBM, Intel, Motorola, Compaq, Dell, и Hewlett Packard. В момент падения руководство этих компаний, уверенное в своем устойчивом финансовом положении, воспользовалось ситуацией и выкупило на рынке значительные пакеты своих акций по низким ценам.

Оправившись от шока, инвесторы как в США, так и в других странах, стали рассматривать американские ценные бумаги как один из наименее рискованных в сложившихся условиях способ инвестирования. К тому же с начала 1998 г. в движении индекса Доу-Джонса явно преобладала тенденция к повышению (к 7 апреля 1998 г. значение этого индекса достигло нового "рекорда", превысив 9000).

3. Замедление объемов внешней торговли и темпов экономического роста, что, в первую очередь, касается стран непосредственно охваченных кризисом. В среднем эффективный обменный курс в странах ОЭСР, учитывая структуру торговли, уменьшился на 6%.

После девальвации валют стран-«тигров» еще более ухудшились позиции товаров, экспортируемых из развитых стран, на рынках стран Юго-Восточной Азии. Таким образом замедление экономического роста в Юго-Восточной Азии привело к снижению экспорта развитых стран в этот регион.

4. Снижение устойчивости финансовых и банковских систем в странах Юго-Восточной Азии, включая Японию, сдерживает размах кредитной экспансии и объем новых иностранных займов. Меньшая доступность финансовых ресурсов неблагоприятно отражается прежде всего на состоянии малых предприятий, которые не имеют доступа на организованный финансовый рынок.

5. Финансовый кризис привел в действие эффект богатства: снижение биржевой стоимости акций побуждает участников хозяйственных процессов приспособлять уровень своего потребления к новому уровню богатства и постоянного дохода. Таким образом, биржевой шок сдерживает рост частного потребления во многих странах. Надо учитывать, однако, что потери капитальной стоимости при владении

---

«The Asian Financial crisis: the unrecognised risk of the IFM's Asia package», 1998 // wade@rsage.org; Longueville G. "Les nouvelles formes du risque pays" // Le MOCI, 1320, 15 janvier 1998.

акциями для многих экономических агентов компенсировались приростом курсов государственных облигаций. Но, например, во Франции, прямые вложения в ценные бумаги составляют лишь около 10% стоимости всех акций, остальная их часть размещена у институциональных инвесторов.

#### 1.4.2. Развитие финансового кризиса в России

Можно выделить три крупных этапа в развитии кризисных процессов: *ноябрь 1997 года - январь 1998 года; февраль – апрель 1998 года; май — август 1998 года*. Четвертый этап ознаменовался постепенным затуханием кризисных явлений и началом выхода из кризиса (*вторая половина 1998 года*). На протяжении всего периода развития кризиса оценка риска, связанного с ведением бизнеса в России, неуклонно возрастала. Речь идет о риске конвертируемости валюты, изменения кредитного рейтинга страны и внутренних контрагентов, потери репутации, неблагоприятного для инвесторов изменения в системе налогообложения, отрицательной трансформации правового пространства. Причем реализовались самые негативные варианты развития событий.

**Ноябрь 1997 года – январь 1998 года.** Благоприятная ситуация на российских финансовых рынках в сентябре 1997 года (средневзвешенная доходность на рынке ГКО-ОФЗ опустилась до уровня 20% годовых, индекс РТС-1 составлял около 500 пунктов) позволила Б. Ельцину заявить о том, что Россия, начиная с 1999 года, откажется от финансовых программ помощи, предоставляемой МВФ (выступление носило также подготовительный характер для проведения деноминации рубля).

Однако, как указывалось выше, 27 октября 1997 года индекс Dow Jones Industrial Average упал на рекордную величину 554 пунктов, и эту дату иногда считают началом финансового кризиса в России. Между тем, разумеется, обострение мирового финансового кризиса, коснувшееся развитых рынков и обрушившее цены на ряде *emerging markets*, было лишь спусковым крючком для начала разрушительных процессов в России, на самом деле подготовленных – как было показано - ее предшествующим внутренним развитием.

Разумеется, нельзя не признать, что существовали важные внешние факторы, способствовавшие дестабилизации финансово-экономической обстановки в России: начавшийся в Азии и вскоре приобретший мировой характер финансовый кризис, а также падение мировых цен на энергоресурсы и сырье - важнейшие статьи российского

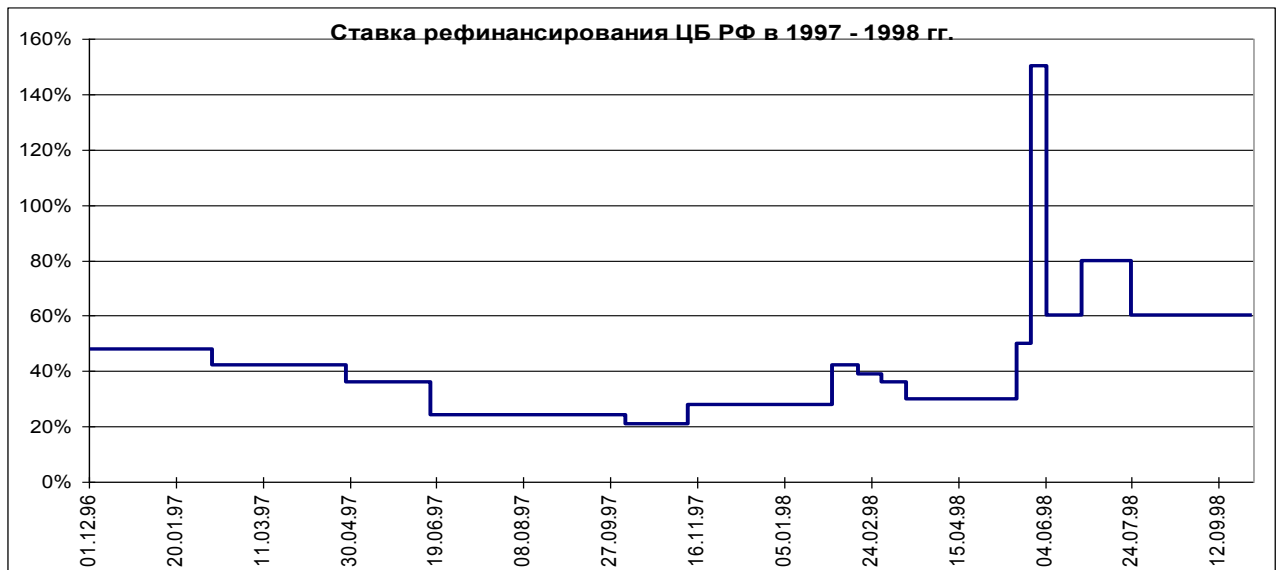
экспорта. Российская экономика действительно оказалась уязвимой к такому набору экзогенных факторов. *Однако сама по себе эта уязвимость является результатом собственных, внутренних проблем функционирования экономико-политической системы, которые и представляют основной интерес как для понимания причин кризиса, так и для определения путей выхода из него, и дальнейшей стратегии развития российской экономики*

Уже в течение первой недели кризиса средневзвешенная доходность на рынке государственных долговых обязательств возросла с 22% до 28% годовых. Резко выросли объемы торгов: недельный оборот вторичного рынка увеличился более чем в два раза. Одновременно произошло резкое падение котировок российских еврооблигаций.

Центральному банку пришлось выбирать между двумя возможными решениями. Первый вариант сводился к защите рубля от резкой девальвации путем увеличения процентных ставок на рынке государственных обязательств. Второй вариант заключался в удержании процентных ставок на относительно низком уровне путем расширения операций на открытом рынке. В ноябре 1997 году Центробанк РФ выбрал второй вариант, увеличивая свой пакет ГКО.

Только 11 ноября 1997 года ЦБ увеличил ставку рефинансирования с 21% до 28%, чего было явно недостаточно для обеспечения равновесия на рынке государственного долга (*рис. 1.8*). Интервенции на рынке ГКО позволили Банку России вплоть до последней недели ноября предотвращать повышение ставок сверх 30%. Однако возросший спрос на валюту со стороны нерезидентов, продававших свои пакеты государственных облигаций, привел к быстрому сокращению золотовалютных резервов и поставил под удар устойчивость курсовой политики. За ноябрь внешние резервы ЦБ сократились с 22,9 млрд. долл. до 16,8 млрд. долл. Ноябрьская потеря резервов вызвала резкий рост отношения величины краткосрочного долга к международным резервам с 1,9 до 2,7 (*рис. 1.9*).

Рис. 1.8



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 1.9



Источник: ИЭПП, ЦБ РФ.

Сегодня описанная политика представляется ошибкой, которая в значительной мере предопределила дальнейшее развитие кризиса. По-видимому, Банку России не следовало поддерживать низкий уровень процентных ставок на рынке ГКО-ОФЗ, необходимо было допустить их рост до установления рыночного равновесия. При этом с 1 января 1998 года не следовало допускать полной либерализации рынка внутреннего долга для нерезидентов, в частности отменять гарантированный уровень доходности и регламентацию сроков репатриации прибыли. При своевременном и существенном увеличении ставки рефинансирования и соответствующем росте процентных ставок по



государственным ценным бумагам атака на российский рубль могла бы быть гораздо менее интенсивной.

Политика повышения процентных ставок могла бы быть дополнена более высокими темпами обесценения курса рубля. Это хотя и послужило бы для инвесторов сигналом об увеличении риска девальвации, но при достаточном уровне внешних резервов и прогнозируемом поведении обменного курса могло бы способствовать стабилизации валютного рынка. Такая политика могла быть реализована путем сужения валютного коридора с увеличением угла его наклона. Однако 10 ноября 1997 года Центробанк РФ, объявив целевые ориентиры курсовой политики на 1998 – 2000 годы (расширив границы валютного коридора), на практике не воспользовался возможностями некоторого ускорения темпов обесценения рубля. Таким образом, Центральный банк РФ, подав рынкам негативный сигнал об увеличении курсового риска, продолжал поддерживать валютными интервенциями низкие темпы снижения курса рубля (табл. 1.7).

Таблица 1.7

**Соотношение темпов обесценения официального курса рубля и индекса потребительских цен осенью 1997 – в первой половине 1998 гг.**

	Индекс потребительских цен (% в месяц)	Темп роста официального курса доллара (% в месяц)
Август 1997	-0,1%	0,53%
Сентябрь 1997	-0,3%	0,40%
Октябрь 1997	0,2%	0,62%
Ноябрь 1997	0,6%	0,47%
Декабрь 1997	1,0%	1,18%
Январь 1998	1,4%	0,70%
Февраль 1998	0,9%	0,08%
Март 1998	0,6%	0,73%
Апрель 1998	0,4%	0,34%
Май 1998	0,5%	0,34%
Июнь 1998	0,1%	1,55%

Источник: Госкомстат РФ, ЦБ РФ.

Очевидно, что рассмотренные меры (повышение процентных ставок при ускорении темпов снижения курса рубля) весьма противоречиво влияли бы на финансовую ситуацию. Ряд инвесторов мог посчитать высокий уровень процента достаточной компенсацией повышенного риска. Более консервативные инвесторы продолжали бы выводить капиталы из России. Тем не менее, наиболее вероятным результатом такой политики стало бы установление на российских финансовых рынках нового равновесного состояния при не слишком резком сокращении внешних резервов.

Наряду с неадекватной политикой ЦБ, правительство не имело конкретной программы по сокращению государственных расходов и уровня дефицита государственного бюджета. Дополнительным фактором, ухудшившим ситуацию на финансовых рынках, стали осуществленные в конце ноября 1997 года изменения в составе правительства. Эти изменения означали окончательный отказ от программы правительства «молодых реформаторов»<sup>34</sup>. Инвесторы потеряли веру в способность исполнительной власти проводить осмысленную последовательную финансовую политику.

В последнюю неделю ноября 1997 года Центральный банк, утратив более четверти международных резервов, отказался от попыток поддержания низких процентных ставок и ушел с рынка ГКО-ОФЗ. Средневзвешенная доходность государственных обязательств увеличилась до 40% годовых.

Наращение кризиса в Юго-Восточной Азии вызвало у крупных инвестиционных фондов перераспределение лимитов на инвестиции в различные страны, очередное падение цен на рынке акций и рост уровня доходности на рынке ГКО-ОФЗ.

В январе 1998 года произошло серьезное падение котировок российских ценных бумаг, составившее около 30%. Общее падение индекса РТС-1 с 6 октября 1997 года до конца января достигло 50,9%. Снижение котировок акций российских компаний приобрело самоподдерживающийся характер. Получив заказы на продажу значительных клиентских пакетов и предвидя пробитие уровня поддержки рынка, инвестиционные компании сами стремились продать ликвидные акции, тем самым усиливая кризис на рынке.

В результате оттока портфельных инвестиций из России, усилившееся давление на рубль вызвало в начале года быстрый рост официального обменного курса доллара США и привело к росту форвардных котировок. Попытки ЦБ в январе способствовать ускорению темпов обесценения рубля привели к резкому росту процентных ставок на рынке ГКО. Рынок экстраполировал повышение темпов роста курса и реагировал на это увеличением процентных ставок, компенсирующим снижение доходности, исчисленной в валюте. Такая реакция рынка подтверждает тот факт, что проведение девальвации в условиях кризиса доверия при коротком государственном долге, высокой доле

---

<sup>34</sup> Так называли Правительство, приведенное Б.Ельциным к власти в марте 1997 года. В нем ключевую роль играли такие политики, как вице-премьеры Б.Немцов и А.Чубайс.

нерезидентов на этом рынке, низком уровне валютных резервов является крайне сложно реализуемым решением.

Во второй половине января вновь обострились политические процессы. В правительстве произошло серьезное перераспределение полномочий: в ведении А. Чубайса осталась экономика, финансовая сфера перешла под кураторство В. Черномырдина. Б. Немцов потерял контроль над топливно-энергетическим комплексом. Ослабление позиций реформаторов еще больше ухудшило ожидания инвесторов. Политическая ситуация в стране круто изменилась, что не могло не отразиться на последующем развитии событий.

**Февраль – апрель 1998 года.** В феврале — апреле 1998 года на рынках наступил период относительной стабилизации. В значительной степени положительные тенденции были следствием нескольких шагов президента и правительства, которые внесли ясность в ближайшие перспективы экономической политики. В частности, президент заявил об ужесточении бюджетной политики и о планах достижения уже в 1998 году первичного профицита федерального бюджета. Правительство после проведенных перестановок разработало «12 крупных мер по социально-экономической политике». Документ определял персональную ответственность всех членов правительства и представителей администрации президента за реализацию мероприятий в области оздоровления бюджета, нормализации ситуации с выплатой задолженностей по заработной плате и т.д.

Произошел также ряд дополнительных событий, послуживших позитивными сигналами для инвесторов. Так, в феврале МВФ принял решение о продлении на год трехлетнего кредита России. М. Камdessus дал понять, что Россия получит очередной транш кредита в объеме 700 млн. долларов и при выполнении всех договоренностей будет получать кредиты до 2000 года. 24 февраля Россия и Великобритания полностью согласовали условия реструктуризации российского долга в рамках Парижского клуба.

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 России по внешним заимствованиям в иностранной валюте с Ва2 до Ва3 и по банковским депозитам в иностранной валюте – до В1.

Центральным событием этого периода оказалась смена Правительства Российской Федерации: 23 марта Президент отправил в отставку Кабинет Министров В. С. Черномырдина и назначил исполняющим обязанности премьер-министра С.В.Кириенко.

Наконец, в период **май-август 1998 года** произошла кульминация кризиса: дефолт, обвал курса рубля со всеми вытекающими социально-политическими и экономическими последствиями. (См. главы 2-3).

Прежде чем перейти к описанию непосредственно кризиса, хотелось бы коротко остановиться на сравнительном анализе реакции на возникновение угрозы валютного и финансового кризиса со стороны властей в России и Бразилии. Как было показано выше, ЦБ РФ осенью и зимой 1997–1998 годов пытался за счет операций на открытом рынке и продажи золотовалютных резервов сохранить процентные ставки по государственным ценным бумагам на низком уровне, заявив о приверженности политике «валютного коридора». Рост доходности ГКО-ОФЗ начался лишь к концу 1998 года, когда золотовалютные резервы уже сильно сократились.

Политика денежных властей Бразилии была во многом схожа, принимая во внимание временной лаг между моментами развертывания финансового кризиса в этой стране и в России (в Бразилии усиление оттока капитала и атака на курс национальной валюты, реала, пришлось на лето–осень 1998 года, фактически, вслед за российским финансовым кризисом). Так, первой реакцией центрального банка стала продажа до половины своих золотовалютных резервов (до 35 млрд. долларов США, т.е. примерно в 5–6 раз больше, чем Россия осенью 1997 года). Однако процентные ставки были отпущены одновременно с этим, что несколько замедлило отток капитала в первый момент, но обернулось довольно быстро усилением спада в реальном секторе (здесь необходимо отметить, что в бразильской экономике связь между финансовым и реальным секторами была, очевидно, более тесной, чем в России). Таким образом, момент девальвации реала, хотя и был несколько отодвинут, но не предотвращен: в январе 1999 года реал был девальвирован примерно в 2 раза.