

## **Глава 2. Правительство С. Кириенко и судьба программы выхода из кризиса**

### **2.1 Мотивы и первые последствия смены Кабинета министров<sup>1</sup>**

1998 год стал вехой на пути развития посткоммунистической России, переломным моментом в развитии ее политических, экономических и социальных процессов. Нарастание кризисных явлений, сам финансовый взрыв в августе и политика по преодолению последствий этого кризиса во многом предопределили характер последующей экономической политики страны. Уроки кризиса задали набор психологических и практических ограничений на деятельность властей по крайней мере на пятилетие, а, возможно, и на гораздо более длительный период времени<sup>2</sup>.

Одним из вопросов, встающих при анализе экономико-политических процессов 1998 года, является оценка факта отставки В.Черномырдина и формирования нового правительства. Отставка премьера, находившегося у власти более пяти лет (с декабря 1992 года) сама по себе не могла не стать источником некоторой дестабилизации в обстановке нарастающего финансового кризиса. Подобный шаг должен был опираться на серьезные политические расчеты и ожидания.

Целесообразность этого решения объяснялась рядом взаимосвязанных аргументов. Во-первых, Кабинет образца 1997 года оказался чрезмерно политизированным, что не позволяло ему сосредоточиться на решении текущих хозяйственных проблем. Этот упрек прямо сформулировал Б.Ельцин, мотивируя свое решение. Особенно это касалось явно нацеленного на будущие президентские выборы В.Черномырдина. Ряд других членов Кабинета также, несомненно, имели президентские амбиции.

Во-вторых, в конце 1997 года произошло резкое обострение политической борьбы внутри самого правительства, что привело к заметному снижению эффективности его работы. Стало ясно, что Кабинет, в котором одновременно присутствует несколько потенциальных претендентов на президентский пост, не может в полной мере обеспечить вывод страны из кризиса.

В-третьих, возобновилось ухудшение социально-экономической ситуации, что отражалось в торможении начавшегося было роста производства, а также в восстановлении бюджетной задолженности по зарплатам и пенсиям.

Словом, коренная реорганизация правительства была неизбежной. Хотя здесь остается открытым вопрос: должна ли была эта реорганизация проводиться путем замены премьера или же, напротив, укрепления его позиций за счет отставки других

---

<sup>1</sup> В разделе использованы материалы, предоставленные С. Баткибековым.

<sup>2</sup> Пока еще рано говорить о долгосрочном влиянии кризиса 1998 года на экономические и политические процессы развития России в 21 веке. Однако есть некоторые основания для гипотезы о возможной аналогии с Германией во второй половине 20 века. После тяжелого послевоенного кризиса, сопровождавшегося гиперинфляцией (одной из самых высоких в мировой истории) ФРГ встала на путь исключительно жесткой, ответственной макроэкономической политики, что быстро превратило ее в лидера экономического развития, а дойчмарку – в резервную валюту второго уровня. Причем этой политики ФРГ придерживалась на протяжении десятилетий – вплоть до объединения в 1990-е годы.

членов Кабинета? Принятый вариант был выбран в пользу командного подхода и профессионализма (или технократизма) в ущерб политическому весу затронутых членов правительства. Он имел как свои преимущества, так и свои недостатки, которые вскоре проявились в полной мере.

На пост Председателя Правительства Президент выдвинул молодого и малоизвестного технократа С.Кириенко. По сути, Б.Ельцин хотел попробовать повторить опыт 1992 года, то есть получить «второе издание» правительства Е.Гайдара: молодого, неполитизированного (технократического), не связанного обязательствами с сложившимися и воевавшими друг с другом группами интересов. Формально С.Кириенко, менее года назад переведенный по рекомендации Б.Немцова в Москву из Нижнего Новгорода, удовлетворял этим критериям.

Разумеется, С.Кириенко не был «вторым Гайдаром», он был предпринимателем, тесно связанным с бизнесом и интересами определенных групп. Соображения общеэкономического характера были гораздо более чужды новому премьеру. Однако даже если бы это был действительно «второй Гайдар», получить второе издание того же правительства было бы невозможно. Слишком изменились обстоятельства. В условиях радикальной фазы революции, когда рушатся старые связи и институты, на какой-то момент времени действительно создается «окно возможностей»<sup>3</sup> для действий, не связанных с устоявшимися группами интересов – просто потому, что основные группы интересов оказываются дезориентированными. Совершенно иначе складывалась ситуация в середине 1990-х, когда новая система интересов вполне сложилась и оформилась (см. главу 1 данной книги), и никакие перестановки в правительстве не могли отменить этот очевидный факт. Именно с проблемами зависимости решений от баланса сил ведущих групп интересов и пришлось столкнуться новому правительству уже в ходе его формирования.

Краткосрочная реакция финансовых рынков на реформирование правительства была достаточно позитивной. Однако далее экономические агенты были дезориентированы пятинедельным отсутствием формального назначения нового Председателя правительства Государственной Думой и соответствующей политической неразберихой. С.Кириенко был утвержден на посту премьера только с третьей попытки, причем не утверждение его Думой означало бы проведение досрочных парламентских выборов. Естественно, в условиях нарастающего финансового кризиса политические проблемы во многом подрывали стабилизационные усилия властей.

Новое правительство должно было стабилизировать ситуацию в стране и добиться смягчения воздействия на российскую экономику мирового финансового кризиса. Основными задачами, которые ставил в этой связи перед собой кабинет С.Кириенко, были следующие:

- недопущение девальвации рубля;
- недопущение дефолта по государственному долгу;
- преодоление платежного кризиса и выплата долгов государства перед бюджетополучателями;
- осуществление структурных реформ с целью поддержания начавшегося в 1997 году экономического роста.

Нетрудно убедиться в противоречивости перечисленных задач. И естественно, что в условиях обостряющегося финансового кризиса основные усилия были сосредоточены на решении макроэкономических проблем, которые, впрочем, создавали базовые предпосылки и для проведения осмысленной промышленной политики.

---

<sup>3</sup> Об «окне возможностей» см. подробнее: Мау В., Яновский К. Помощь постсоциалистическим странам: факторы эффективности // Мировая экономика и международные отношения. 2003. № 6.

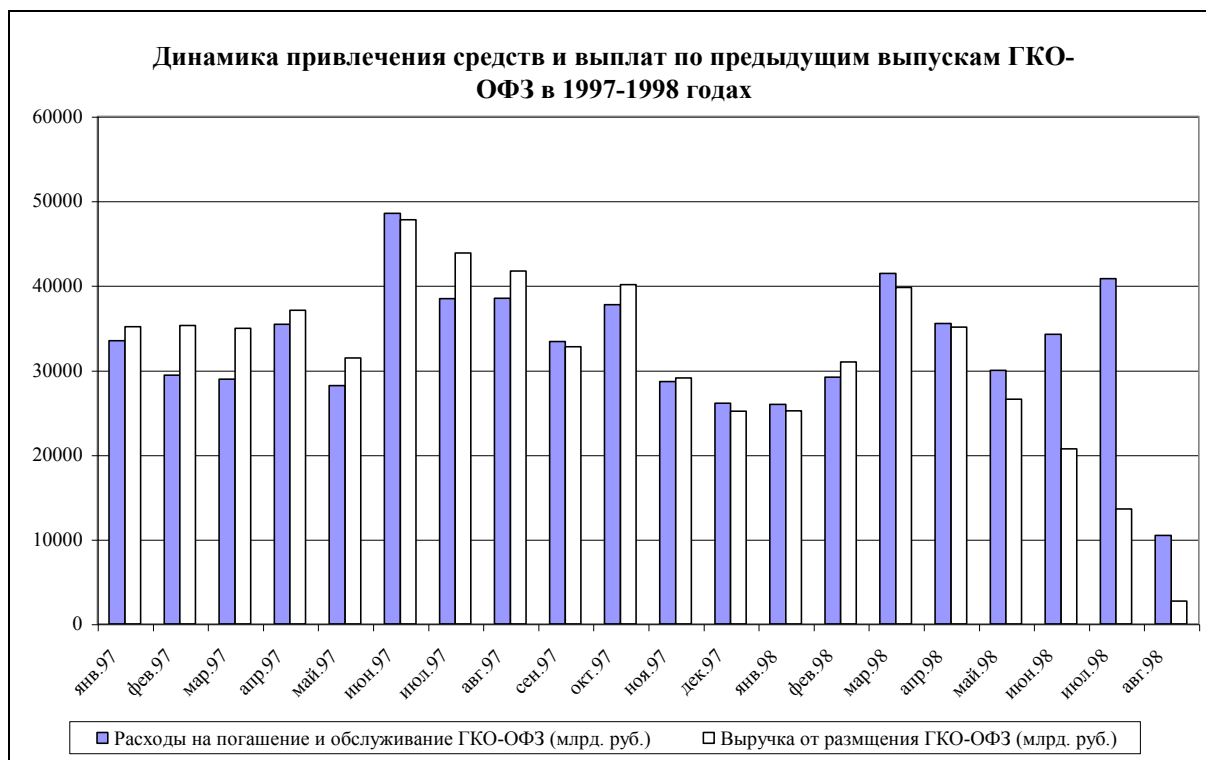
Проблема недопущения девальвации была в этом ряду задач ключевой. Такой подход вызывал и вызывает многочисленные возражения, поскольку падение цен на нефть и, соответственно, ухудшение торгового и платежного балансов ставили вопрос о девальвации в повестку дня. Однако и правительство В.Черномырдина, и правительство С.Кириенко концентрировали свои усилия на том, чтобы не допустить резкого снижения стоимости рубля. Причины такого выбора стратегии кроются в первую очередь в сфере социально-политической. Девальвация должна была привести к резкому скачку инфляции, прежде всего на рынке потребительских товаров, а также повлекла бы за собой крушение банковской системы. И то, и другое могло иметь непредсказуемые социальные последствия. Кроме того, зависимость российского бюджета от внешних заимствований надолго подорвала бы доверие международных финансовых кругов к российскому рынку. Наконец, девальвация приводила к существенному удорожанию обслуживания внешнего долга, резко увеличивая вероятность дефолта. Политическими последствиями этого могли быть не только резкий рост социального недовольства, но и смена существующего политического режима. Именно опасения за судьбу молодой российской демократии были главным фактором, предопределившим жесткое стремление правительства не допустить девальвации.

## **2.2 Кульминация кризиса и программа антикризисных мер**

Кульминационная стадия финансового кризиса в России протекала в следующих условиях: при тяжелом положении в государственных финансах, коротком внутреннем долге, высокой доле иностранных инвесторов, обозначившемся банковском кризисе; нарастала политическая нестабильность, увеличивалось давление на валютные резервы. В такой ситуации даже при последовательной политике, направленной на оздоровление бюджета, соблюдение прав инвесторов и т.п., остается значительная вероятность дальнейшего усугубления проблем. При этом объективно имеет место несимметричная реакция рынков: любая ошибка экономической политики или плохая новость вызывают серьезные негативные последствия, а правильные шаги не обязательно вызывают положительного отклика рынка.

Реорганизация правительства совпала с переходом финансового кризиса в России в качественно новую фазу: в марте - апреле 1998 года поступления федерального бюджета начали устойчиво отставать от потребностей по обслуживанию и погашению внутреннего долга. К тому же *доходы от ГКО окончательно перестали быть источником дополнительных ресурсов бюджета*, то есть новые размещения ГКО полностью шли на покрытие выплат по предыдущим заимствованиям (см. рис. 2.1).

*Рис. 2.1*



В этих условиях, для реализации своих целей правительство разрабатывает комплекс мер по стабилизации финансовой ситуации и восстановлению доверия инвесторов. Основными компонентами этой программы являлись: повышение собираемости налогов, ужесточение контроля за деятельностью естественных монополий, получение дополнительных финансовых ресурсов от приватизации. Расчет строился и на возможности получения дополнительных ресурсов от международных финансовых организаций, поддержка которых стала бы дополнительным фактором восстановления доверия к России со стороны иностранных и отечественных держателей госдолга.

Таким образом, налицо была попытка возвращения к курсу правительства, каким он был в течение весны - лета 1997 года, и связанному прежде всего с именами Б.Немцова и А.Чубайса. (Несколько позднее этот курс получил окончательное оформление с фактическим возвращением последнего в правительство в качестве спецпредставителя президента на переговорах с международными финансовыми организациями).

С приходом правительства С.Кириенко главным направлением экономической политики становится выработка комплекса стабилизационных мероприятий, прежде всего, направленных на оздоровление бюджета. По сути, необходимо было дополнить денежную стабилизацию бюджетной, то есть сбалансировать бюджет и разорвать его зависимость от заимствований на рынке ГКО. Тем самым решались бы и другие взаимосвязанные задачи. С одной стороны, отключение механизма дестимулирования инвестиций, когда вложения в госбумаги оказывались более рентабельными, чем производственные инвестиции. С другой стороны, преодоление политической уязвимости власти, ее зависимости от «олигархов». Ведь именно несбалансированный бюджет превращал крупнейших предпринимателей из просто богатых людей в вершителей судеб страны, в олигархов: зависимость правительства от заимствований приводила к тому, что крупный банк своими действиями на рынке ГКО мог привести к политической дестабилизации и тем самым получал рычаг для шантажа власти.

Однако реальная ситуация стала развиваться не так, как в 1997 году. Собираемость налогов так и не удалось увеличить, но, напротив, в мае-июне доходы федерального бюджета снизились примерно на 1% ВВП. Как видно из *табл. 2.1* фактическому сокращению подверглись практически все статьи расходной части как федерального, так и консолидированного бюджетов, за исключением обслуживания государственного долга и расходов на государственное управление. Расходы федерального бюджета на оборону в течение первого полугодия 1998 года были примерно на 1–1,5% ВВП ниже уровня предшествующего года.

Таблица 2.1

Исполнение федерального бюджета в первом полугодии 1997 и первом полугодии 1998 г., % ВВП.													
	1.97	2.97	3.97	4.97	5.97	6.97	1997	1.98	2.98	3.98	4.98	5.98	6.98
<b>Доходы</b>													
Налоговые доходы	6,7	7,5	8,4	9,4	9,9	9,3	9,4	8,5	8,5	8,8	8,9	9,0	8,9
Всего доходов	8,5	9,7	10,3	11,1	11,6	10,9	12,5	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	0,4	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	3,1	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	1,7	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Наука	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	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	2,0	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	1,9	1,6	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9
Обслуживание государственного долга	1,4	2,1	2,2	2,0	2,1	1,8	1,6	2,7	3,3	5,0	4,9	5,3	5,2
(см. продолжение)													
Всего расходов	10,5	12,2	14,6	15,2	15,4	15,3	15,8	14,9	12,1	14,3	14,4	14,5	14,7
Дефицит	-2,0	-2,4	-4,3	-4,0	-3,8	-4,3	-3,3	-4,7	-1,8	-3,5	-3,7	-3,6	-3,9
<b>Исполнение консолидированного бюджета в первом полугодии 1997 и первом полугодии 1998, % ВВП</b>													
	1.97	2.97	3.97	4.97	5.97	6.97	1997	1.98	2.98	3.98	4.98	5.98	6.98
<b>Доходы</b>													
Налоговые доходы	15,2	16,3	18,0	20,1	21,2	20,6	22,1	16,2	17,4	18,1	19,3	19,7	19,8
Всего доходов	17,9	19,4	20,8	22,7	23,9	23,4	26,6	18,8	20,1	21,2	22,4	23,0	23,2
<b>Расходы</b>													
Государственное управление	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1

Национальная оборона	1,9	2,4	3,2	3,4	3,5	2,9	3,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,9
Правоохранительная деятельность и обеспечение безопасности	1,9	1,9	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
Наука	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Государственные услуги народному хозяйству	4,5	5,0	5,9	6,5	6,7	6,6	8,5	3,4	4,5	4,6	5,0	5,2	5,5
Социальные услуги	6,5	7,9	8,9	9,3	9,5	9,9	9,8	6,7	7,2	7,7	8,4	8,4	8,8
Всего расходов	21,3	23,2	26,3	27,6	28,2	28,3	30,5	24,1	22,5	25,6	26,7	27,2	28,0
Дефицит	-3,4	-3,8	-5,5	-4,9	-4,3	-5,0	-3,9	-5,3	-2,4	-4,3	-4,3	-4,2	-4,8

*Источник:* Минфин РФ, ИЭПП.

Провалились попытки осуществления крупных приватизационных проектов, что обернулось новыми потерями для федерального бюджета. Борьба с естественными монополиями не была столь успешной, как годом ранее. А инвесторы продолжали бежать из страны.

Ряд факторов объективного (прежде всего - внешнего) и субъективного характера обусловил эти отличия.

К внешним относится продолжение мирового кризиса и дальнейшее ухудшение экономической ситуации в Азии, и особенно в Японии. Отношение к развивающимся рынкам все более ухудшалось, и Россия была лишь одним звеном в цепи этого кризиса. Дополнительные проблемы создавали слухи о вероятном повышении ставок Федеральной резервной системы США, и хотя они так и остались слухами, портфельные инвесторы все более склонялись к менее рискованным вложениям в Северной Америке и Европе. Естественно, возникла попытка обвинения самих инвесторов (фактически, Запада, поскольку инвесторы в основном были западные) в том, что именно их поведение, их стремление вывести свои капиталы приводит к кризису развивающихся рынков – тем более, что открытие рынков долга для иностранных инвесторов было одной из рекомендаций со стороны международных финансовых институтов в предшествующие годы. Впрочем, роль панических настроений агентов рынка ни в коем случае не должна преувеличиваться, поскольку отражает лишь внешние аспекты развития кризиса.

К этому надо добавить, что параллельно с развитием российского кризиса в ряде стран запада, и прежде всего в Вашингтоне, разворачивалась дискуссия по проблемам риска недобросовестного поведения (*moral hazard*). Речь шла о необходимости обеспечения справедливых (равных) условий для финансовых институтов, которые должны принимать решения и в полной мере нести за них ответственность своими капиталами. Проблема возникла из-за того, что одним из факторов принятия решений на российском долговом рынке стало распространенное убеждение: Россия слишком велика и важна в международных отношениях, чтобы в последний момент Запад не вмешался и не оказал необходимую финансовую помощь. Подобный политический аргумент, как представлялось, снижал вероятность дефолта и позволял вести на рынке крайне рискованные (для «нормальной» страны) спекулятивные игры.

Проблема *moral hazard* стояла, впрочем, не только для бизнеса, но и для самого правительства. Уверенность в том, что «заграница нам поможет» ослабляет реформаторские усилия правительства, подрывает его настойчивость в проведении болезненных, но абсолютно необходимых шагов в области финансовой и структурной политики. В какой-то мере расчет на финансовую помощь из-за границы в последний момент по влиянию на экономическую политику оказывается сродни изобилию природных ресурсов, наличие которых также позволяет откладывать принятие правительством необходимых мер по стабилизации ситуации<sup>4</sup>.

Весь этот комплекс вопросов в 1998 году стал предметом бурной дискуссии среди законодателей США, поскольку именно эта страна является крупнейшим акционером МВФ и МБРР. Мнение политической элиты явно склонялось к тому, что инвесторы (бизнес) сами должны разделить ответственность за кризис, а не перелagать издержки по стабилизации на бюджет США или МВФ.

Сложившаяся ситуация требовала исключительной осторожности, выверенности, скоординированности действий и заявлений всего руководства страны.

---

<sup>4</sup> См. Гильфасон Т. Природа, энергия и экономический рост. // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2001. Т. 5. № 4.

Этого добиться не удалось. Отношения между Министерством финансов и Центральным банком оставались крайне напряженными. Заявления руководителей обоих ведомств нередко были противоречивыми и приводили к дестабилизации обстановки в стране. Нередко посылались сигналы, которые лишь усиливали сомнения мирового финансового сообщества в компетентности российских денежных властей. Примерами этого могут быть заявления Председателя Центробанка С.Дубинина о грядущем долговом кризисе России, заявления Министра финансов М.Задорнова о незаинтересованности в получении помощи от МВФ, и т.п.

С.Кириенко так и не смог добиться хотя бы внешней корректности и согласованности действий. Когда же сразу по получении займа от МВФ 20 июля Центробанк пошел на арест счетов Минфина, а последний объявил о намерении занять на внутреннем рынке за один день сумму, превышающую месячные налоговые поступления федерального бюджета, представление о кризисе власти в Москве стало очевидным практически для всех инвесторов. Подчеркнем, это относилось прежде всего к политической стороне дела, к неспособности политического руководства обеспечить стабильность и последовательность действий денежных властей, а не только (и даже не столько) было реакцией на конкретные финансово-бюджетные проблемы.

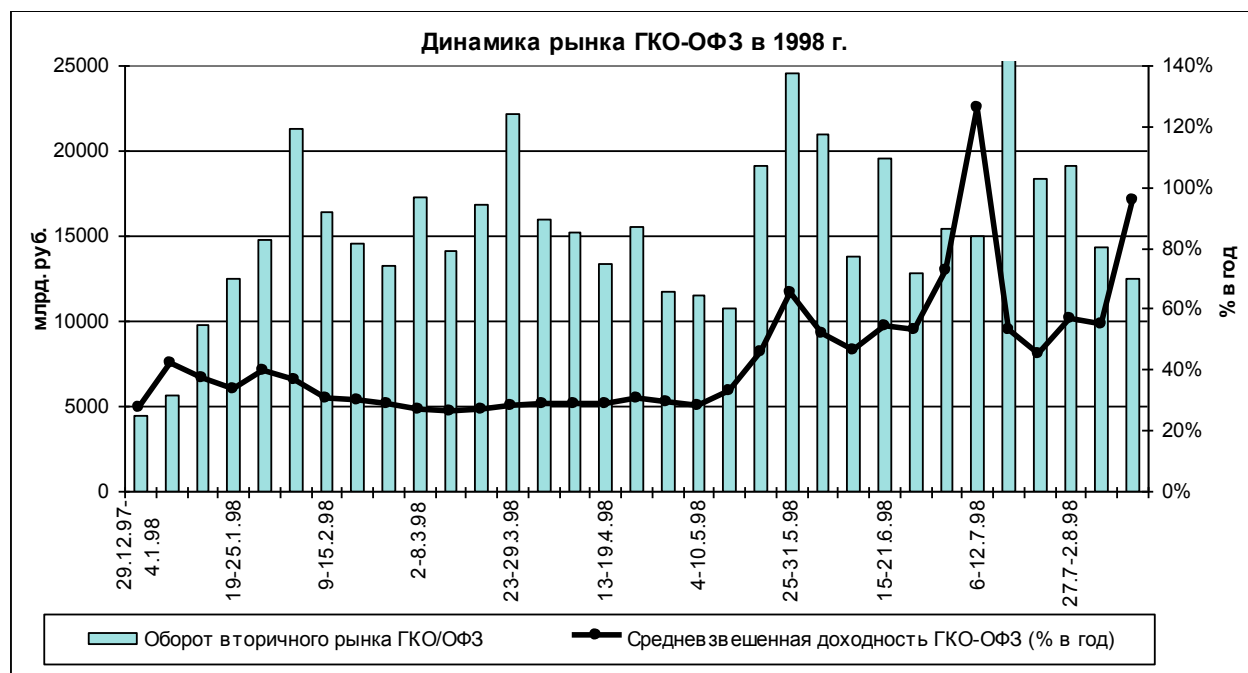
Политическая слабость правительства проявилась и в его уязвимости по отношению к нефтяному лобби. Осознание необходимости сбора налогов сочеталось со стремлением помочь руководству нефтяных компаний в ситуации продолжавшегося падения мировых цен на нефть. Попытка связать уплату налогов с доступом к экспортным поставкам вызвала сопротивление нефтяников. Да и сам премьер (выходец из нефтяного бизнеса и в недавний министр энергетики) не был склонен к резким действиям по отношению к нефтяным компаниям.

Правительство не смогло воздействовать на естественные монополии с целью усиления их прозрачности и возвращения долгов государству. Давление, как обычно, началось с "Газпрома" - тем более, что его политический вес относительно снизился после отставки В.Черномырдина. "Газпрому" пришлось заплатить часть налоговой задолженности, однако руководство кабинета так и не смогло ни добиться смены руководства компании, ни согласия на ее реструктуризацию. Это стало еще одним фактором дальнейшего снижения общего уровня доверия к кабинету, в том числе и со стороны участников фондового рынка.

Все это отразилось и на способности правительства осуществлять приватизационные сделки с использованием их в бюджетных целях. Разумеется, обстановка финансового кризиса неизбежно ухудшает возможности привлечения ресурсов от приватизации. Однако на это общее ограничение накладывался и дополнительный фактор - борьба потенциальных участников сделок за снижение цены приватизируемых объектов. Последнее достигалось как отказом выставлять заявки при объявлении торгов (инвестиционных конкурсов), так и попытками выведения из игры потенциальных конкурентов. Наиболее наглядным примером последнего было решение о возможности ареста имущества "Газпрома" как раз в тот момент, когда его руководитель вел переговоры с зарубежными партнерами о создании консорциума для приобретения "Роснефти".

В середине мая 1998 года (сразу после утверждения кабинета Кириенко) произошло резкое падение котировок государственных ценных бумаг. Возросли обороты вторичного рынка, на 40% упал фондовый индекс РТС-1, усилилось давление на обменный курс рубля. Валютные резервы за май сократились на 1,4 млрд. долл. (почти 10%).





Источник: ИА "Финмаркет", ИЭПП.

Государственная Дума приняла, а президент подписал Закон об особенностях распоряжения акциями РАО «ЕЭС России» и акциями других АО электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности. Закон нарушал права собственников, так как ограничивал долю иностранных инвесторов (не более 25% акций).

Появились тревожные симптомы начала банковского кризиса: в Токобанке, имевшем значительные кредиты от западных банков, было введено внешнее управление.

Объявление 26 мая об отмене ранее намеченной продажи государственного пакета акций «Роснефти» (из-за падения стоимости акций) лишило бюджет 2,1 млрд. долл. Отмена продажи явилась негативным сигналом для инвесторов.

Несмотря на разрастание кризиса на российских финансовых рынках, реакция Правительства была замедленной, что само по себе усиливало развитие кризиса. Лишь к концу мая правительство С. Кириенко начинает заниматься разработкой антикризисных мер. 17–19 мая были сделаны заявления правительства (о приверженности курсу на макроэкономическую стабильность), Центрального банка (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 правительство выступило с заявлением о немедленных мерах по стабилизации финансового рынка и о бюджетно-налоговой политике в 1998 году. Был назначен новый член правительства, специально ответственный за обеспечение доходов бюджета – имевший устойчивую репутацию реформатора Б.Федоров. Спустя несколько дней после своего назначения он 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 систематических действий правительства по преодолению кризиса привело к нарастанию недоверия со стороны инвесторов.

Негативным фактором развития ситуации явилась медлительность в проведении переговоров российского правительства с МВФ.

Массовый вывод средств инвесторов с финансовых рынков привел к новому повышению во второй половине июня процентной ставки по ГКО, до 50%. Снижение фондового индекса за июнь составило 20%. Это резко повысило давление на обменный курс рубля и потребовало масштабных интервенций со стороны Центрального банка на валютном рынке.

Несмотря на неблагоприятную ситуацию, 10 июня Россия разместила пятилетние облигации на сумму 1,25 млрд. долларов под ставку 11,75%. 24 июня был размещен новый российский заем на 2,5 млрд. долларов уже под 12,75%. Высокая цена заимствований послужила негативным сигналом для инвесторов и снизила котировки других обращающихся евробондов.

17 июня Б. Ельцин назначил А. Чубайса спецпредставителем президента по связям с международными финансовыми организациями в ранге вице-преьера, что было позитивно воспринято участниками российских финансовых рынков. 23 июня Совет директоров МВФ утвердил выделение России очередного транша кредита в размере 670 млн. долларов. Кроме того, МВФ сделал заявление, в котором поддерживалась позиция российского правительства, предпринимавшего меры по поддержанию национальной валюты и недопущению резкой девальвации.

В июне 1998 года правительство продолжало активно разрабатывать меры антикризисной программы, среди которых можно выделить планировавшееся снижение цен на газ и тарифов на электроэнергию, изменение налогового законодательства (переход на взимание НДС по отгрузке, введение плоской шкалы 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 С. Кириенко представил Государственной Думе по частям в начале июля 1998 года.

В эти дни средневзвешенная доходность на рынке государственных ценных бумаг достигла 126% годовых. 8 июля 1998 года Министерство финансов РФ отменило аукционы по размещению ГКО и ОФЗ. 13 июля 1998 года правительство объявило о намерении предложить держателям ГКО конвертировать их в среднесрочные или долгосрочные облигации, номинированные в долларах, с погашением в 2005 и 2018 годах. Ситуация улучшилась после объявления 13 июля 1998 о том, что МВФ, МБРР и правительство Японии предоставят России 22,6 млрд. долларов финансовой помощи. Из этой суммы 5,6 млрд. долларов должны были быть предоставлены сразу после завершения заседания Совета директоров МВФ. С 13 по 19 июля средневзвешенная доходность ГКО снизилась до 53%. Индекс РТС-1 за эту неделю вырос 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.

На финансовых рынках появились первые явные признаки дефолта. Некоторые субъекты Федерации не смогли в срок выполнить обязательства по своим ценным бумагам. Были просрочены региональные выплаты по агробондам. Хотя формально федеральное правительство не имело отношения к этим выплатам, сам по себе дефолт региональных бумаг стал дополнительным фактором усиления политической нестабильности. Федеральное правительство попыталось ограничить возможности региональных властей заимствовать средства на внешних финансовых рынках, но это лишь еще более усугубило его отношения с политическими элитами страны.

Наконец, крайне напряженными оставались отношения между исполнительной и законодательной ветвями власти. Преодоление кризиса требовало объединения их усилий для принятия комплекса антикризисных законодательных актов, подлежавших одобрению Федеральным Собранием. Однако отношения с Думой, и без того весьма натянутые из-за того, что утверждение нового премьера прошло под жестким давлением со стороны президента, продолжали ухудшаться по мере ухудшения социально-политической обстановки в стране. Непросто складывались и отношения правительства с верхней палатой из-за невозможности выполнять обязательство по выплате региональных трансфертов и отмеченных выше попыток ограничения финансовой самостоятельности местных властей. Между тем, неспособность властей договориться между собой о пакете антикризисных мер ставила под вопрос и перспективы помощи со стороны международных финансовых организаций.

Многие законопроекты, входившие в состав антикризисного пакета и предлагавшиеся правительством в июне — июле 1998 года, были отклонены Государственной Думой. Поскольку принятие данных законов являлось составной частью обязательств российской стороны перед МВФ для получения финансовой поддержки, то можно было предположить сокращение ее размеров. Тем не менее, в результате переговоров А. Чубайса с руководством МВФ, размеры первого транша были снижены не очень существенно: с 5,6 млрд. долларов до 4,8 млрд. долл. 21 июля МВФ принял решение о выделении России нового пакета помощи.

Несмотря на снижение величины первого транша, финансовые рынки положительно отреагировали на это событие. Доходность государственных обязательств уменьшилась до 45%. Таким образом, дальнейшее развитие событий во многом зависело от четких сигналов рынку об очередных шагах российского руководства по нормализации ситуации. Однако мероприятия, демонстрирующие наличие у правительства обдуманного плана действий, не были реализованы.

Правительство сочло, что стабилизация рынка в двадцатых числах июля – не временное явление, а устойчивая тенденция. И только через неделю, 27 июля, была проведена встреча премьер-министра с крупнейшими инвесторами для объяснения им плана действий правительства по погашению и обслуживанию государственных обязательств на ближайшую перспективу. Однако правительству - на основе данных о повышении налоговых поступлений, об увеличении уровня международных резервов, - не удалось убедительно показать, что Россия до конца 1998 года справится со своими обязательствами.

Кроме становившейся все более очевидной политической слабости Правительства, оказавшегося неспособным провести через Государственную Думу пакет согласованных с МВФ законопроектов, следует отметить ряд дополнительных факторов, которые к первым числам августа вызвали перелом в развитии ситуации и придали дальнейшим кризисным тенденциям неуправляемый характер.

Во-первых, это новое ухудшение конъюнктуры на мировых финансовых рынках. Во-вторых, это сезонное снижение доли рискованных активов в портфелях крупных институциональных инвесторов, обычно осуществляемое накануне летних отпусков. Важную роль в обострении кризиса ликвидности банковской системы сыграло падение котировок российских государственных валютных ценных бумаг, служивших обеспечением кредитов, выданных российским банкам зарубежными банками. В результате такого падения возникли дополнительные депозитные требования к российским банкам по увеличению страховочных средств (*margin call*). Для доведения этих средств банки предприняли продажи имевшихся 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 т.ч. на рынке российских бумаг, номинированных в валюте.

Первыми банками, которые не смогли выполнить своих обязательств перед зарубежными кредитными учреждениями, стали «СБС-Агро» и «Империал».

В результате действия отмеченных выше факторов финансовая ситуация в первых числах августа резко ухудшилась. Доходность государственных обязательств увеличилась до 56%, ускорилось падение фондового рынка. Индекс РТС-1 упал почти на 30%. Началось быстрое уменьшение объемов международных резервов. Если на 23 июля их величина составляла 19,5 млрд. долл., то на 31 июля — 18,4 млрд. долл., на 7 августа — 16,3 млрд. долл. (табл. 2.2)

Таблица 2.2

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

	Денежная база (млрд. руб.)	Темп прироста денежной базы	Золотовалютные резервы (млрд. долларов)
20-26.7.98	–	–	19,5
27.7-2.8.98	160,8	–	18,4
3-9.8.98	–	–	16,3
10-16.8.98	160,7	–	15,1
17-23.8.98	161,8	0,68%	13,4
24-30.8.98	158,7	-1,92%	12,7
31.8-6.9.98	162,8	2,58%	12,3
7-13.9.98	167,3	2,76%	12,3
14-20.9.98	170,3	1,79%	12,0
21-27.9.98	171,2	0,53%	12,4
28.9-4.10.98	174,8	2,10%	12,8
5-11.10.98	183,9	5,21%	13,3

Источник: ЦБ РФ.

Подводя итоги рассмотрению кульминации кризиса, следует еще раз отметить, что наиболее важными факторами, не позволившими России в августе избежать девальвации рубля, наряду с экономическими причинами, оказались две: во-первых, *отсутствие поддержки антикризисной программы правительства со стороны Государственной Думы и, во-вторых, недостаточный объем помощи со стороны МВФ. Единственно возможным выходом из создавшегося положения стала девальвация рубля.*

### 2.3 Судьба программы выхода из кризиса

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.

15 – 16 августа план правительства был согласован с МВФ. Однако программа была объявлена 17 августа без схемы реструктуризации внутреннего государственного долга, что вызвало негативную реакцию на финансовых рынках. Фондовый рынок только за одну неделю упал дополнительно на 29%. С недельным опозданием Правительством РФ была обнародована схема реструктуризации. Общая сумма замороженного внутреннего долга РФ составила 265,3 млрд. руб. (42,2 млрд. долларов

по курсу на 14 августа 1998 г.). В обращении остались ОФЗ на сумму около 75 млрд. руб. со сроками погашения в 2000 – 2001 годах.

Одобрив эту программу, МВФ исходил из уже достаточно позитивно зарекомендовавшего себя к тому времени опыта выхода из кризиса Южной Кореи<sup>5</sup>. Напомним, что корейское правительство после достижения договоренности с банками и частными инвесторами провело реструктуризацию краткосрочного долга на сумму около 22 млрд. долларов США (28 января 1998 года). Под данную договоренность МВФ, Мировой банк и заинтересованные страны открыли Корею кредитную линию на сумму до 58,4 млрд. долларов США. Из этой суммы к окончанию действия стабилизационного плана (октябрь 1998 года) фактически было заимствовано 27,2 млрд. долларов США, или около 47% суммы.

Представлялось, что у ситуации в России есть немало общего с южнокорейской, что было связано прежде всего с отсутствием структурных реформ, политической ангажированностью поведения внутренних инвесторов и широким распространением феномена, получившего тогда же наименование *crony capitalism* (а проще говоря чреватого коррупцией сращивания бизнеса и чиновничества). Умеренная девальвация при финансовой поддержке со стороны МВФ позволила довольно быстро стабилизировать ситуацию в Южной Корею и вернуться на траекторию роста. Предполагалось, что нечто подобное можно будет *mutates mutandis* повторить и в России.

Здесь однако не были приняты во внимания политические обстоятельства. Если в Южной Корею сохранялся достаточно устойчивый политический режим, а новый президент (избранный в конце 1997 года) поддержал согласованный стабилизационный курс, то в России продолжал тлеть политический кризис. Согласованная с МВФ программа не была реализована в первоначальном виде. 23 августа президент отправил правительство С.Кириенко в отставку, и В. Черномырдин был назначен исполняющим обязанности председателя правительства. Можно предположить, что это решение было пролоббировано представителями ряда крупнейших финансово-промышленных групп, желавших иметь более «управляемого» главу кабинета. Действительно, предстоял сложный путь по расчистке финансовых институтов, спасению или ликвидации отдельных банковских структур, и в этой ситуации премьер, стремившийся от них дистанцироваться, становился особенно опасен. Бизнес потребовал вернуть «политического тяжеловеса» (как выразился сам Президент Б.Ельцин).

Такое решение имело серьезные экономико-политические последствия. Во-первых, эта отставка и заявления о смене экономического курса практически аннулировали соглашения с МВФ, в части как программы расширенного кредитования, так и стабилизационного кредита (с учетом поддержанных МВФ мер по заявлению от 17 августа). Во-вторых, политический кризис резко увеличил неопределенность экономической политики.

Отмеченные факторы вызвали новую волну паники на финансовых и товарных рынках. Если в первые дни после 17 августа произошло умеренно снижение курса рубля, то после отставки Кабинета падение приобрело обвальный характер. Это было связано не только с усилением политической неопределенности, но и с действиями самого В.Черномырдина, сделавшего сразу же ряд популистских заявлений – прежде всего о целесообразности проведения политики «управляемой эмиссии». (По-видимому, это было попыткой заигрывания с левым большинством Государственной Думы).

*Таблица 2.3*

### **Динамика курса рубля к доллару США с 17 по 31 августа 1998 года**

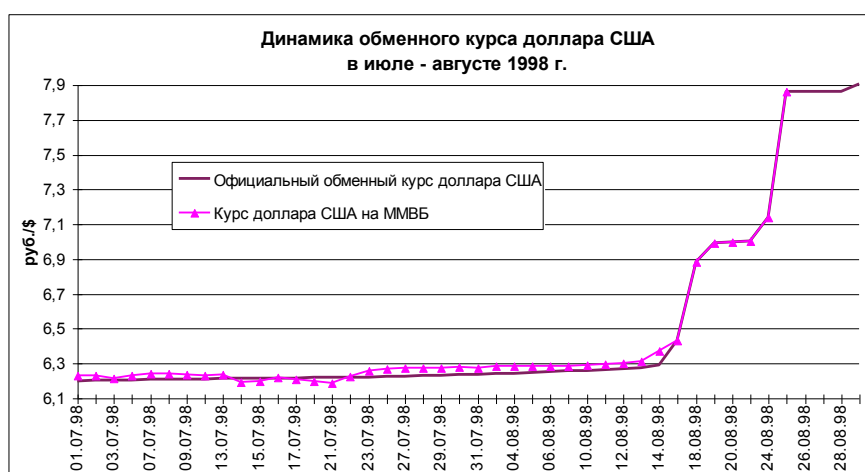
<sup>5</sup> См. подробнее: DeLong J.B., Eichengreen B. Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration. NBER. Working Paper 8443.

Дата	Официальный курс рубля к доллару США
17.08.1998	6,43
18.08.1998	6,89
19.08.1998	6,99
20.08.1998	7,00
21.08.1998	7,01
24.08.1998	7,14
25.08.1998	7,86
26.08.1998	7,86
27.08.1998	7,86
28.08.1998	7,91
29.09.1998	9,33

26 августа Центральный банк РФ, растратив значительные запасы резервов на поддержку рубля при низких ценах доллара, приостановил торги на ММВБ на неопределенный срок для сохранения своих золотовалютных резервов. С 28 августа были приостановлены торги на региональных валютных биржах. В дальнейшем ЦБ уже не мог удерживать рубль от понижения из-за сокращения валютных резервов (12,46 млрд. долл. на 1 сентября) (см. табл. 2.3).

В целом за август 1998 г. официальный обменный курс доллара увеличился с 6,238 руб./\$ до 7,905 руб./\$, т.е. на 26,7%, что соответствует 1615% в годовом исчислении. На ММВБ к 25 августа (последний день торгов) курс доллара вырос с 6,272 руб./\$ до 7,86 руб./\$, т.е. на 25,3% (1400% в пересчете на год). За период с 17 по 31 августа 1998 г. девальвация составила 25,7%. Динамика официального и биржевого курсов доллара США в июле – августе 1998 г. показаны на рис. 2.3.

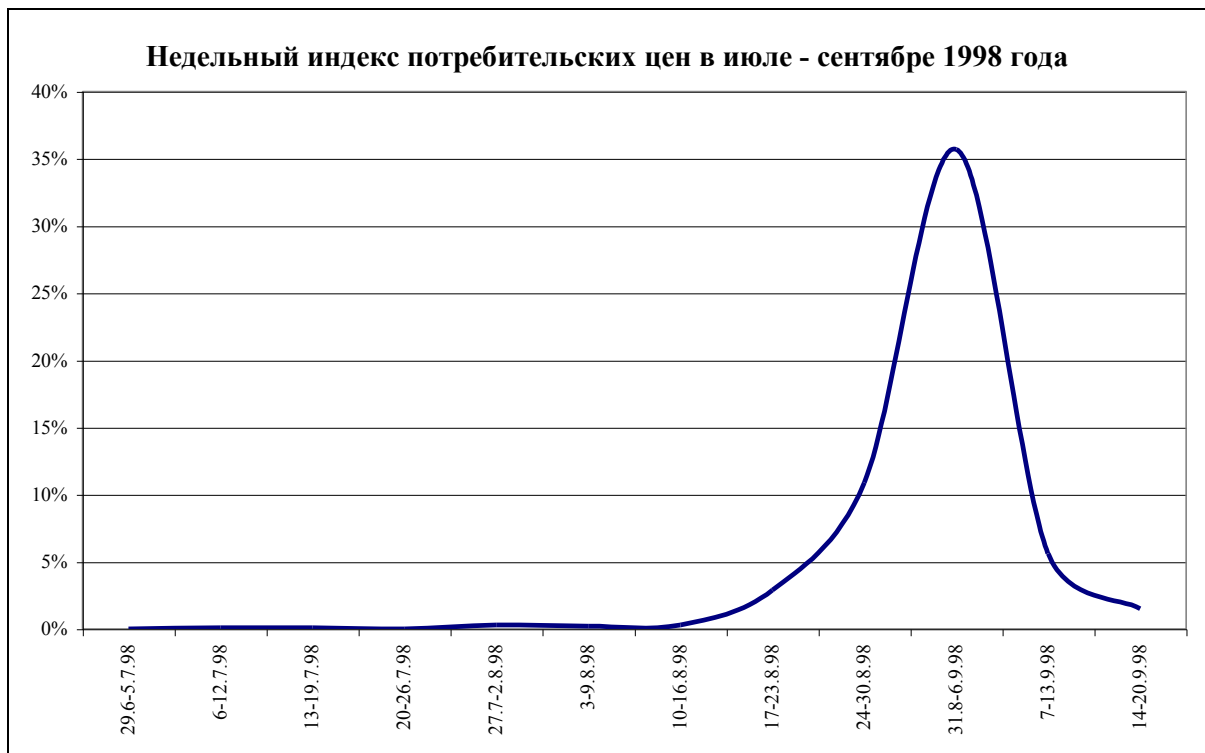
Рис. 2.3



Источник: ЦБ РФ.

В сентябре 1998 года произошло дальнейшее обострение экономического и финансового кризиса, связанного с девальвацией рубля и снижением доверия к российской национальной валюте. Трехкратная девальвация рубля, резкое увеличение скорости обращения денежной массы определили быстрый рост потребительских цен. В августе цены выросли на 3,7%, а в сентябре на 38,4% (рис. 2.4).

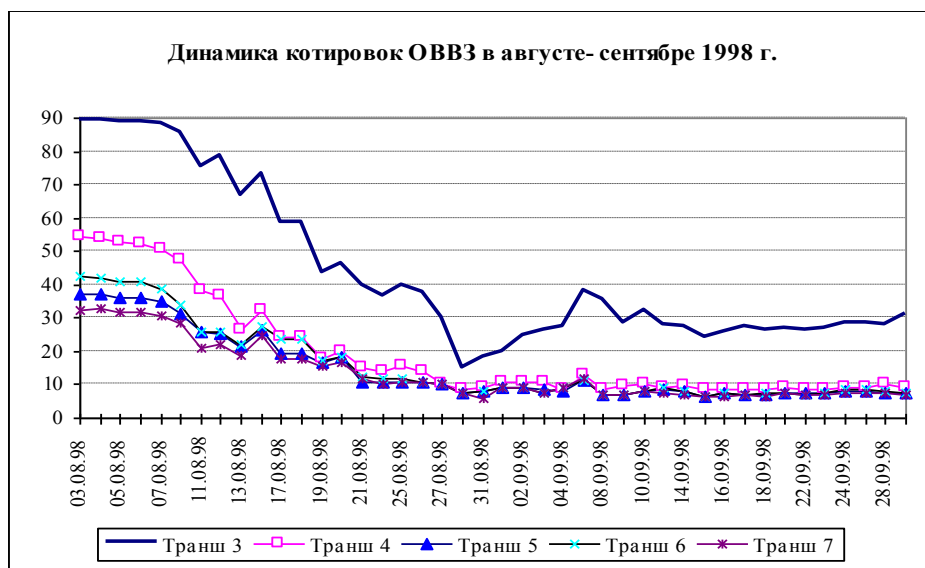
Рис. 2.4



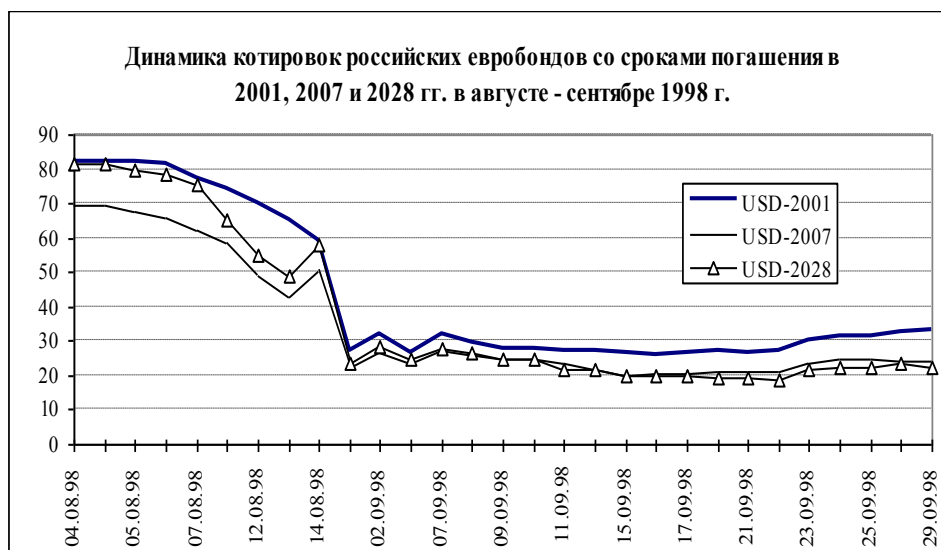
В дальнейшем, одновременно со снижением курса доллара США, темпы инфляции замедлились. Это в большой степени объясняется денежно-кредитной политикой, проводившейся Центральным банком РФ. В августе практически не произошло изменения денежной базы, несмотря на то, что Банк России потратил тогда 5,95 млрд. долларов США из своих золотовалютных резервов. Очевидно, валютные интервенции были стерилизованы в результате операций на открытом рынке с государственными обязательствами и выдачи стабилизационных кредитов коммерческим банкам.

В сентябре денежная база выросла на 9,5% при резком замедлении темпов снижения внешних резервов. Одновременно инфляционное воздействие эмиссии в значительной степени компенсировалось сокращением денежно-кредитного мультипликатора вследствие изъятия вкладов населения из коммерческих банков.

При отсутствии рынка внутренних государственных заимствований единственным свидетельством изменений процентных ставок по российским обязательствам стало состояние рынков 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, цены ОВВЗ других траншей упали до 10% от номинальной стоимости. Евробонды котировались на уровне 20 – 30% от номинала (70 – 85% до кризиса) (рис. 2.5, 2.6).



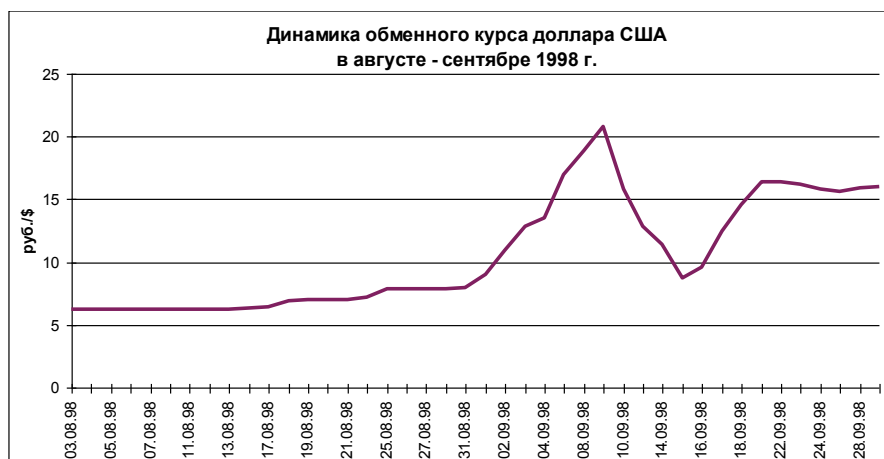
Источник: ИА "Финмаркет".



Источник: ИА "Финмаркет".

В сентябре 1998 г. обменный курс доллара в Системе электронных лотовых торгов (СЭЛТ) демонстрировал значительные колебания. Так, если на 31 августа курс доллара составлял 7,905 руб./\$, то на 9 сентября он вырос до 20,825 руб.. Необходимость снизить расчетные потери по форвардным контрактам с поставкой в середине сентября определила последующее снижение обменного курса доллара до уровня 8,67 руб./\$. После фиксации данного уровня курса на 15 сентября 1998 г., котировки доллара вновь выросли до уровня 16 руб./\$. По итогам сентября обменный курс доллара США вырос на 102,4% (рис. 2.7).

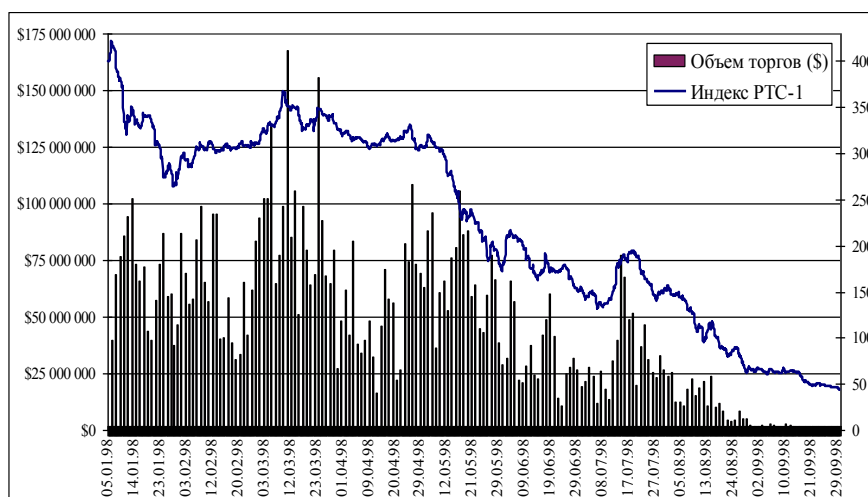




Источник: ЦБ РФ.

После августовского падения котировок, в сентябре 1998 г. снижение цен российских акций несколько замедлилось. Если в августе индекс РТС-1 снизился на 56,2%, то в сентябре его уменьшение составило 33,2%. С начала 1998 г. индекс РТС-1 снизился на 89%, а с начала октября 1997 г. – на 92,3% (рис 2.8).

Рис. 2.8



Источник: РТС.

На рынке рублевых межбанковских кредитов процентные ставки по однодневным 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.

#### 2.4. Политические проблемы девальвации

Достаточно очевидными являются основные социально-политические последствия девальвации и дефолта, проведенных 17 августа.

Во-первых, усиление социального недовольства из-за инфляционного скачка. Причем особенно сильно пострадали те группы населения, которые являлись сторонниками системы рыночной демократии - новый средний класс (работники быстро растущей сферы услуг), мелкий бизнес и вообще жители крупных городов.

Во-вторых, произошло резкое ослабление политических позиций президента. Настаивая на утверждении С.Кириенко на посту премьера, Б.Ельцин фактически взял на себя ответственность за результаты деятельности нового кабинета. Девальвация и дефолт стали мощным ударом по президенту, а увольнение кабинета и переплетение политического кризиса с финансовым привели к новому снижению уровня доверия к Б.Ельцину и укреплению политических позиций тех, кто требовал смены конституционного строя. Объективно это укрепило позиции законодательной ветви власти (точнее, парламентского большинства) в ее противостоянии с правительством. Назначение же Е.Примакова на пост премьер-министра фактически сделало последнего сильной легитимной политической фигурой.

В-третьих, произошла заметная перегруппировка и изменение влияния различных групп интересов. Прежде всего, из-за фактического банкротства многих крупных банков и снижения финансовых возможностей энергетического экспорта ослабла политическая роль "олигархов", в основном связанных с банковским и энергетическим бизнесом. С формированием правительства Е.Примакова временно усилилась политическая роль ВПК, а также аграрного лобби.

В-четвертых, резко актуализировался вопрос о единстве страны. Ослабление рубля и угроза товарного дефицита подтолкнули региональные власти к принятию жестких и часто незаконных (и даже неконституционных) мер контроля за внутренним рынком. Ограничивался вывоз товаров за пределы регионов, предпринимались попытки взять под контроль властей установление цен, некоторые руководители пытались воспрепятствовать перечислению в центр федеральных налогов. Правда, такого рода действия имели весьма ограниченный характер. Поскольку руководство страны не пошло по пути ужесточения госрегулирования цен, региональные инициативы по закрытию местных рынков не имели практического смысла и могли лишь ухудшить положение в самих же регионах.

В этой ситуации ключевым становился вопрос о перспективах экономической политики, которую мог выбрать новый кабинет. Вариантов фактически было два, и выбор этот во многом тот же, который был и в 1991, и в 1996 (накануне президентских выборов) годах. Речь шла о выборе между инфляционистской и жесткой стабилизационной политикой. Механизмы и той, и другой достаточно известны. Главной политической проблемой здесь являлся выбор тех социальных слоев и групп, которые должны были заплатить основную цену за тот или иной вариант экономической политики. Инфляционистский и стабилизационный варианты экономической политики принципиально различны с точки зрения социального контекста и последствий их осуществления.

При инфляционном варианте прежде всего выигрывали бы банки. Банковский сектор России обязан своим расцветом именно инфляции (1992-1994 годов), и теперь, когда многие банки оказались в исключительно тяжелом положении, они могли быть спасены за счет дешевых кредитных ресурсов Центробанка - "дешевых денег". Разумеется, при такой постановке сильно теряют предприятия, вписавшиеся в рыночную конкуренцию - причем как экспортеры, так и производители продукции, конкурентоспособной на внутреннем рынке. Отсутствие финансово-денежной стабильности разрушает основу их функционирования, не позволяет принимать инвестиционные решения, развиваться.

От инфляции обычно страдают крупные города - промышленные центры. Ухудшается положение тех предприятий, которые адаптировались к рыночной среде. К тому же городское (и особенно столичное) население гораздо сильнее зависит от стабильности товарных потоков, чем жители деревни и малых городов. При обесценении денег прекращаются поставки продовольствия, поскольку сельскохозяйственные регионы начинают ограничивать вывоз продукции за свои пределы, а импорт резко сжимается. Жители же провинции, так или иначе связанные с

сельским хозяйством, лучше адаптируются к продовольственным проблемам. Развитие событий после 17 августа наглядно продемонстрировало, что именно крупные города (прежде всего Москва) оказываются наиболее уязвимыми при резком скачке цен и дезорганизации товарных потоков<sup>6</sup>.

Иначе складывается ситуация при осуществлении жесткой бюджетно-денежной политики. Ее неразрывной частью является ускорение структурной реконструкции народного хозяйства, банкротство и смена собственников у неэффективных хозяйственных агентов - как производственных предприятий, так и финансовых структур. Эта политика предполагает сохранение тесных связей страны с мировыми рынками товаров и капитала, поощрение конкуренции и ограничение государственного вмешательства в экономику.

Естественно, от этого курса выигрывают эффективные предприятия и крупные города. В условиях твердой валюты у первых открываются благоприятные возможности для реализации инвестиционных программ. У жителей городов появляется больше возможностей для активной трудовой или предпринимательской деятельности. И безработица, неизбежно связанная со структурной перестройкой экономики, также оказывается менее болезненной для городских агломераций, где легче найти альтернативные места работы. Напротив, перед банками и неэффективными предприятиями со всей остротой встают задачи реорганизации, зачастую весьма болезненной.

Впрочем, у описанных вариантов развития есть нечто общее. В обоих случаях происходит снижение социальных обязательств государства. При жесткой финансовой политике это получается непосредственно - через урезание бюджетных расходов до уровня бюджетных доходов. Инфляция имеет те же результаты, обесценивая бюджетные расходы. Оба варианта болезненны, но второй еще и несправедлив, поскольку от роста цен в первую очередь страдают беднейшие слои населения.

Вероятность перехода к политике инфляционизма была в то время весьма высока. О необходимости прибегнуть к "контролируемой" эмиссии говорили почти все политики и экономисты. В.Черномырдин в период исполнения им обязанностей премьер-министра сделал заявление о необходимости осуществления «управляемой эмиссии». Правительство находилось под сильным социальным и политическим прессингом, связанным с крупной задолженностью федерального бюджета, а источника покрытия долга, кроме эмиссионного, не существовало.

Таким образом, развитие событий по инфляционному пути (с переходом в гиперинфляцию) становилось вполне вероятным. Вспомним, что за этим обычно следует возвращение к стабилизационному курсу, но уже на гораздо более низком уровне бюджетного равновесия, то есть со значительно сниженными обязательствами государства. Таков стандартный путь стран, проходящих через "экономику популизма", примерами чего могут служить различные государства Латинской Америки<sup>7</sup>. Однако в России этого не произошло.

---

<sup>6</sup> Нелишне напомнить, что основные политические катаклизмы в нашей стране в XX столетии были непосредственно связаны с дезорганизацией товарных потоков и их влиянием на положение столиц и крупных городов. Крушение монархии стало непосредственным результатом того, что в 1916 году губернаторы начали жестко ограничивать вывоз продовольствия за пределы своих губерний, а затем проблема снабжения столиц была резко усугублена транспортным кризисом. В 1927-1928 годах "великий перелом" был связан с тем, что крестьянство в условиях нарастающего товарного дефицита и реального обесценения червонца потеряло интерес в поставке товаров населению и промышленности городов. Наконец, в 1990-1991 годах именно товарный дефицит и отсутствие реальной валюты повели к быстрой дезинтеграции страны и к продовольственному кризису.

<sup>7</sup> См. подробнее: Мау В. Экономическая реформа и политический цикл в современной России // Вопросы экономики. 1996. N 6.



Таблица 2.4

Основные показатели денежно-кредитной политики в России в 1997 – августе 1998 годов												
	ИПЦ, % в месяц	M <sub>2</sub> , млрд. рублей	Темп роста M <sub>2</sub> , % в месяц	M <sub>0</sub> , млрд. рублей	Темп роста M <sub>0</sub> , % в месяц	Денежная база, млрд. рублей	Темп роста денежной базы, % в месяц	ЧВА, млрд. руб.	ЧМР, млрд. долл	ЗВР, млн. долл.	Валютны е резервы, млн. долл.	Золото, млн. долл.
янв 97	2,3%	289900	0,55%	96372	-7,18%	123900	-5,35%	115474	1,50	13993	9930	4064
фев 97	1,5%	299500	3,31%	102079	5,92%	130200	5,08%	117674	2,21	15208	11127	4081
мар 97	1,4%	305800	2,10%	105213	3,07%	136300	4,69%	115949	3,55	16509	12429	4080
апр 97	1,0%	317800	3,92%	115227	9,52%	145700	6,90%	114415	5,45	18184	14068	4117
май 97	0,9%	328400	3,34%	120369	4,46%	148200	1,72%	111321	6,39	20016	15884	4132
июн 97	1,1%	352000	7,19%	136851	13,69%	167000	12,69%	103072	11,09	24549	20396	4153
июл 97	0,9%	363000	3,13%	140397	2,59%	171400	2,63%	105987	11,26	24456	20186	4270
авг 97	-0,1%	364600	0,44%	141621	0,87%	174700	1,93%	112252	10,69	23920	19604	4316
сен 97	-0,3%	363000	-0,44%	134873	-4,76%	169800	-2,80%	115380	9,28	23105	18737	4368
окт 97	0,2%	368800	1,60%	135795	0,68%	170600	0,47%	117456	9,01	22916	18448	4468
ноя 97	0,6%	357400	-3,09%	128817	-5,14%	163800	-3,99%	145154	3,15	16810	12201	4609
дек 97	1,0%	374100	4,67%	130540	1,34%	164500	0,43%	138247	4,38	17784	12895	4889
янв 98	1,4%	361,2	-3,45%	116,7	-10,62%	151,4	-7,96%	142,7	1,44	15375	10480	4895
фев 98	0,9%	362,9	0,47%	120,3	3,07%	152,8	0,92%	146,7	1,01	15034	10212	4822
мар 98	0,6%	360,4	-0,69%	119,1	-0,92%	152,9	0,07%	134,5	3,03	16859	11910	4948
апр 98	0,4%	368,0	2,11%	128,6	7,94%	161,6	5,69%	148,9	2,07	15953	10957	4996
май 98	0,5%	370,0	0,54%	129,9	0,97%	163,2	0,99%	158,5	0,77	14627	9625	5002
июн 98	0,1%	368,6	-0,38%	129,8	-0,04%	163,2	0,00%	152,5	1,72	16169	11161	5008
июл 98	0,2%	360,0	-2,33%	129,3	-0,37%	161,3	-1,16%	165,3	-0,64	18409	13805	4604
авг 98	3,7%	343,6	-4,56%	133,4	3,13%	161,7	0,25%	239,4	-9,83	12459	8198	4262

Примечание: ИПЦ – индекс потребительских цен, ЧВА – чистые внутренние активы, ЧМР – чистые международные резервы, ЗВР – золотовалютные резервы.

Источник: Госкомстат РФ, ЦБ РФ

Таблица 2.5

Недельная динамика показателей финансового рынка России в августе 1997 – августе 1998 годов										
Недели года	Инфляция, % в неделю	Курс рубля на ММВБ, руб./\$*	Темп роста курса \$, % в неделю	Индекс РТС-1, на конец недели	Темп изменения индекса РТС-1, % в неделю	Средне- взвешенная доходность ГКО-ОФЗ, % годовых	Оборот вторичного рынка ГКО-ОФЗ, млрд. руб. (с 01.01.1998 – млн. руб.)	Объем ГКО-ОФЗ в обращении на конец недели, млрд. руб. (с 01.01.1998 – млн. руб.)	Аукционная ставка по ГКО-ОФЗ, % годовых	Дюрация рыночного портфеля на ГКО-ОФЗ, на конец недели, дней
4-10.8.97	0,00%	5813	0,14%	569,23	11,57%	20,12%	11885,204	312050,128	20,54%	214,93
11-17.8.97	-0,10%	5813	0,00%	563,14	-1,07%	21,47%	15453,983	313550,869	19,06%	216,39
18-24.8.97	0,00%	5825	0,21%	525,25	-6,73%	19,23%	10617,683	315627,115	18,71%	217,77
25-31.8.97	0,00%	5839,5	0,25%	474,80	-9,60%	19,50%	11257,131	317008,224	18,67%	222,10
1-7.9.97	-0,10%	5839,2	-0,01%	488,46	2,88%	19,58%	13120,967	318825,768	18,60%	226,24
8-14.9.97	0,00%	5850	0,18%	483,75	-0,97%	18,81%	17435,253	320200,645	18,10%	233,44
15-21.9.97	0,00%	5862	0,21%	497,94	2,93%	20,54%	17966,633	322433,781	19,01%	235,12
22-28.9.97	-0,20%	5861	-0,02%	491,42	-1,31%	19,18%	13594,635	323131,221	18,44%	236,81
29.9-5.10.97	0,00%	5877	0,27%	552,14	12,36%	22,75%	15488,706	327095,416	18,36%	245,50
6-12.10.97	0,00%	5869,9	-0,12%	527,78	-4,41%	20,34%	16119,549	334440,996	17,88%	242,99
13-19.10.97	0,10%	5868	-0,03%	532,90	0,97%	21,65%	14862,621	329211,683	18,28%	248,77
20-26.10.97	0,10%	5873	0,09%	518,29	-2,74%	21,94%	13021,797	330361,880	17,59%	251,85
27.10- 2.11.97	0,10%	5900	0,46%	422,26	-18,53%	28,30%	28180,178	332547,925	19,55%	256,38
3-9.11.97	0,20%	5902	0,03%	438,34	3,81%	24,69%	23179,448	333707,460	19,74%	257,90
10-16.11.97	0,20%	5909	0,12%	342,07	-21,96%	29,24%	28938,773	334658,444	26,61%	255,79
17-23.11.97	0,20%	5917	0,14%	382,59	11,84%	30,44%	18069,85	335483,064	26,27%	251,75
24-30.11.97	0,00%	5928	0,19%	328,49	-14,14%	40,48%	21694,138	337586,469	28,00%	248,17
1-7.12.97	0,40%	5943	0,25%	382,42	16,42%	40,77%	15573,864	338125,669	41,34%	244,74
8-14.12.97	0,20%	5922	-0,35%	339,25	-11,29%	36,64%	10805,339	339148,335	34,52%	241,17
15-21.12.97	0,30%	5923	0,02%	354,41	4,47%	33,82%	11719,2782	341291,113	32,57%	236,40
22-28.12.97	0,20%	5955	0,54%	380,11	7,25%	33,37%	9977,415	343077,919	33,66%	235,21
29.12-4.1.98	0,40%	5998	0,72%	396,86	4,41%	27,36%	4411,860	343077,919	0,00%	231,21
5-11.1.98	0,30%	5,999	0,02%	372,46	-6,15%	41,70%	5676,557	344398,774	32,83%	223,81
12-18.1.98	0,40%	6,0255	0,44%	334,54	-10,18%	37,02%	9793,106	346574,460	34,71%	221,98
19-25.1.98	0,40%	6,048	0,37%	294,71	-11,90%	33,29%	12471,412	348418,880	32,14%	221,36

Недельная динамика показателей финансового рынка России в августе 1997 – августе 1998 годов										
Недели года	Инфляция, % в неделю	Курс рубля на ММВБ, руб./\$*	Темп роста курса \$, % в неделю	Индекс РТС-1, на конец недели	Темп изменения индекса РТС-1, % в неделю	Средне-взвешенная доходность ГКО-ОФЗ, % годовых	Оборот вторичного рынка ГКО/ОФЗ, млрд. руб. (с 01.01.1998 – млн. руб.)	Объем ГКО/ОФЗ в обращении на конец недели, млрд. руб. (с 01.01.1998 – млн. руб.)	Аукционная ставка по ГКО-ОФЗ, % годовых	Дюрация рыночного портфеля на ГКО-ОФЗ, на конец недели, дней
26.1-1.2.98	0,20%	6,04	-0,13%	284,35	-3,52%	39,37%	14792,133	349193,781	41,38%	219,64
2-8.2.98	0,20%	6,0475	0,12%	304,04	6,93%	36,41%	21309,455	351434,161	44,47%	220,49
9-15.2.98	0,30%	6,0525	0,08%	302,24	-0,59%	30,24%	16361,676	355411,408	34,68%	222,85
16-22.2.98	0,20%	6,046	-0,11%	305,81	1,18%	29,65%	14511,897	358865,780	35,32%	226,70
23.2-1.3.98	0,20%	6,045	-0,02%	309,56	1,23%	28,84%	13239,447	362202,605	32,31%	226,96
2-8.3.98	0,10%	6,065	0,33%	339,66	9,73%	26,83%	17329,613	367470,807	28,53%	232,97
9-15.3.98	0,20%	6,066	0,02%	350,20	3,10%	26,45%	14168,811	371091,590	29,05%	239,18
16-22.3.98	0,10%	6,0815	0,26%	335,78	-4,12%	26,79%	16826,720	373767,032	27,86%	242,85
23-29.3.98	0,10%	6,092	0,17%	341,48	1,70%	27,82%	22150,965	378813,702	25,98%	247,21
30.3-5.4.98	0,10%	6,092	0,00%	313,48	-8,20%	28,42%	15934,378	380320,665	28,57%	248,11
6-12.4.98	0,10%	6,134	0,69%	308,96	-1,44%	28,71%	15249,230	382804,428	34,23%	252,89
13-19.4.98	0,10%	6,1415	0,12%	312,69	1,20%	28,86%	13326,875	387165,160	33,81%	260,43
20-26.4.98	0,10%	6,139	-0,04%	326,16	4,31%	30,54%	15544,843	389134,692	34,93%	264,39
27.4-3.5.98	0,00%	6,1095	-0,48%	312,37	-4,23%	29,40%	11727,225	393345,432	31,84%	268,96
4-10.5.98	0,10%	6,128	0,30%	302,82	-3,06%	27,94%	11566,586	397651,534	34,16%	271,69
11-17.5.98	0,10%	6,1525	0,40%	258,10	-14,77%	33,11%	10767,486	398084,164	34,16%	272,95
18-24.5.98	0,10%	6,154	0,02%	225,41	-12,67%	45,77%	19094,463	398577,325	45,16%	270,28
25-31.5.98	0,10%	6,13	-0,39%	191,29	-15,14%	64,96%	24610,293	399281,413	61,07%	266,63
1-7.6.98	0,00%	6,178	0,78%	207,65	8,55%	51,45%	20938,528	399016,673	53,15%	265,60
8-14.6.98	0,10%	6,21	0,52%	178,13	-14,22%	46,55%	13799,083	400853,454	48,04%	269,68
15-21.6.98	0,00%	6,216	0,10%	174,65	-1,95%	54,29%	19576,525	395901,065	49,31%	284,61
22-28.6.98	0,00%	6,225	0,14%	163,99	-6,11%	52,72%	12827,391	394435,777	51,19%	287,41
29.6-5.7.98	0,00%	6,215	-0,16%	151,33	-7,72%	72,44%	15457,959	391975,482	63,11%	291,62
6-12.7.98	0,10%	6,231	0,26%	144,02	-4,83%	125,77%	15045,254	387523,792	107,23%	288,08
13-19.7.98	0,10%	6,209	-0,35%	193,35	34,26%	52,94%	34163,636	383185,563	0,00%	302,44
20-26.7.98	0,00%	6,27	0,98%	157,74	-18,42%	45,11%	18323,277	382555,058	48,96%	315,77
27.7-2.8.98	0,10%	6,272	0,03%	149,65	-5,13%	56,41%	19155,219	347498,481	0,00%	337,39
3-9.8.98	0,20%	6,285	0,21%	132,86	-11,22%	54,66%	14305,244	343554,332	0,00%	334,38

<b>Недельная динамика показателей финансового рынка России в августе 1997 – августе 1998 годов</b>										
Недели года	Инфляция, % в неделю	Курс рубля на ММВБ, руб./\$*	Темп роста курса \$, % в неделю	Индекс РТС-1, на конец недели	Темп изменения индекса РТС-1, % в неделю	Средне- взвешенная доходность ГКО-ОФЗ, % годовых	Оборот вторичного рынка ГКО/ОФЗ, млрд. руб. (с 01.01.1998 – млн. руб.)	Объем ГКО/ОФЗ в обращении на конец недели, млрд. руб. (с 01.01.1998 – млн. руб.)	Аукционная ставка по ГКО-ОФЗ, % годовых	Дюрация рыночного портфеля на ГКО-ОФЗ, на конец недели, дней
10-16.8.98	0,20%	6,31	0,40%	115,00	-13,44%	95,58%	12488,508	340326,857	0,00%	330,59
17-23.8.98	7,60%	7,005	11,01%	81,76	-28,90%	–	–	–	–	–

Источник: ЦБ РФ, Госкомстат РФ, ИА "Финмаркет", РТС, ИЭППП



