

**Институт экономики переходного периода**

103918, Россия, Москва, Газетный переулок д. 5    Тел./ факс 229 6596, [www.iet.ru](http://www.iet.ru)

# **БАНКОВСКИЙ КРИЗИС: МЕХАНИЗМЫ ВЫЗРЕВАНИЯ И РАЗВЕРТЫВАНИЯ КРИЗИСНЫХ ПРОЦЕССОВ**

**Энтов Р. М. - (руководитель проекта)**

**Глава 1        Энтов Р.М., Улюкаев А.В.**

**Глава 2        Улюкаев А.В., Энтов Р.М.**

**Глава 3        Юдин А.Д., Бажов Н.М., Золотарева А.Б.**

**Глава 4        Улюкаев А.В., Энтов Р.М., Серова Е.В.**

**Глава 5        Улюкаев А.В., Юдин А.Д.**

**Москва  
Март 1999 г.**

## **СОДЕРЖАНИЕ**

<b>Банковский кризис в России: механизмы развития</b>	<b>3</b>
<b>Глава 1. Истоки “плохих долгов”</b>	<b>4</b>
<b>Глава 2. Кризис государственного кредита</b>	<b>8</b>
<b>Глава 3. Ухудшение валютной позиции и вызревание условий кризиса</b>	<b>16</b>
<b>Глава 4. Развертывание финансового кризиса</b>	<b>28</b>
<b>Глава 5. Некоторые выводы</b>	<b>41</b>
<b>Литература</b>	<b>43</b>

## **Банковский кризис в России: механизмы развития**

Потрясения 1998-1999гг. знаменовали наиболее глубокий кризис за всю историю постсоциалистического развития российской экономики. Цель данной работы – изучение тех факторов, которые обусловили столь широкий размах кризисных процессов в банковской сфере, анализ механизмов вызревания и развертывания банковского кризиса в условиях переходной экономики. Существует немало работ, содержащих общую характеристику банковского кризиса (обзор некоторых теоретических моделей можно найти, например, в Freixas, Rochet 1998, Chapter 7). Однако знакомство с доступной литературой приводит к следующему выводу: число публикаций, рассматривающих механизмы развития банковского кризиса в переходной экономике очень невелико, причем до настоящего времени практически отсутствуют работы, учитывающие опыт нынешнего банковского кризиса в России.

Банковский кризис представляет собой органический элемент более общего экономического и финансового кризиса, поэтому изучение факторов, вызывавших особенно сильные потрясения на финансовых рынках, и механизмов развития кризиса предполагает рассмотрение некоторых общих характеристик постсоциалистического хозяйственного развития.

В первом разделе работы рассматриваются особенности развития переходной экономики, определявшие сравнительно большой удельный вес “плохих” обязательств в активах банковской системы. Вслед за этим рассматриваются пределы устойчивого роста правительственной задолженности и предпосылки нарастания кризисных процессов на рынках государственных обязательств. Центральное место в работе отводится анализу меняющейся валютной позиции банков и выявлению других свидетельств постепенного вызревания кризиса. В заключительном, четвертом разделе работы рассматриваются механизмы и формы развертывания кризисных процессов в банковской сфере, их связь с потрясениями, обнаруживавшимся на валютных рынках, в системе государственного кредита, с нарастанием инфляционных ожиданий у основных участников указанных процессов.

## **1. Истоки “плохих долгов”**

К числу общих причин вызревания банковского кризиса можно отнести постепенное нарастание волны неплатежей. В основе бесперебойного функционирования расчетно-платежной системы лежат “надежные обязательства” (credible commitments), причем особенно большую роль надежные кредитно-расчетные отношения должны играть в переходной экономике (Calvo, Frankel 1991). Между тем в российской экономике во второй половине 90-х годов можно было наблюдать нарастание волны неплатежей.

Вопрос об источниках периодически нарастающей в переходной экономике волны неплатежей активно обсуждается в экономической литературе (см., например, Шмелев 1997; Делягин 1998; Ickes, Ryterman 1992; Calvo, Coricelli 1996). Не вдаваясь в подробное обсуждение природы неплатежей в переходной экономике, отметим лишь следующий момент. Нарастание волны неплатежей в Российской экономике определялось на наш взгляд, не столько “избыточной” жесткостью денежно-кредитной политики (см., например, Calvo, Kumar 1994), сколько серьезными проблемами, порождаемыми переходом многих крупных предприятий, ранее игравших ведущую роль в социалистической экономике, на рельсы рыночных отношений. Ситуация усугублялась тем, что переход к реальному утверждению прав частной собственности и рыночных отношений наталкивался на ряд серьезных экономических и социальных препятствий. Это проявлялось, например, и в том, что как правительство (федеральные и особенно местные органы власти), так и мощные лоббистские силы в соответствующих законодательных собраниях тормозили осуществленные процедуры принудительного банкротства в отношении некоторых из этих предприятий.

Вместе с тем в постсоциалистической экономике наметилась тенденция, при которой сохранявшееся “мягкое бюджетное ограничение” уже не могло в прежних масштабах опираться на прямую финансовую поддержку правительства. Средством такой поддержки все чаще выступали “централизованные кредиты”, а затем - просто кредиты не только государственных и полугосударственных, но и некоторых частных банков. Те банки, которые традиционно опирались на поддержку влиятельных фирм или местных органов власти, вынуждены были предоставлять значительные ссуды крупным предприятиям, испытывающим серьезные финансовые

затруднения. Критерии выбора заемщика банком в таких случаях вряд ли можно считать конкурентными (и пруденциальными, с точки зрения рыночной стратегии банка). В последние годы эта тенденция приобрела особый размах в связи с формированием финансово-промышленных групп, включающих “промышленные империи” крупнейших банков.

Наряду с этим по мере развития приватизации и особенно перехода к залоговым аукционам и последующему выкупу стратегического пакета акций, значительная часть средств, принадлежавших крупным банкам, направлялась (в форме ссуд дочерним и аффилированным компаниям, операций, отражаемых по забалансовым счетам и т.п.) на ссуды правительству и последующее приобретение контроля над крупными промышленными фирмами. Тем самым накопление наиболее ценных активов как бы выводилось за пределы кредитного учреждения, тогда как связанные с этим обязательства соответствующих банков продолжали увеличиваться<sup>1</sup>.

Современная экономическая теория показывает, что недостаточная стабильность макроэкономического развития и прежде всего равновесия в финансовом секторе может быть связана с тем, что банковские ссуды оказываются недостаточно совершенным субститутутом частных облигаций (см., Bernanke, Blinder 1988). В переходной экономике одной из причин накопления “плохих” банковских долгов оказывались, по-видимому, крайняя неполнота финансовых рынков и, в частности, практическое отсутствие рынка частных облигаций. Ссуды российских банков должны были выполнять функции финансирования с помощью частных облигаций, но во многих случаях просто плохо подходили для этой цели. Это не только способствовало усилению нестабильности реального сектора, но и делало более уязвимым финансовое положение самих банков.

На кредитных операциях банков, осуществлявшихся в рамках реального сектора, неблагоприятно сказывалась и захлестнувшая экономику волна бартерных операций. Распространение бартера определялось действием многих причин (см., например, Яковлев 1999), причем в типичных ситуациях бартер и неплатежи

---

<sup>1</sup> Даже если предположить, что банки накапливают указанные акции в своих активах и что стоимость этих бумаг в момент кризиса продолжает оставаться высокой, в условиях российской экономики, это вряд ли смогло бы внушить клиентам достаточное доверие к такому банку: законным путем кредиторам почти никогда не удавалось “добраться” до тех активов, которые представляли наибольшую ценность.

оказывались связанными между собой как прямой, так и обратной связями. Реализация продукции по бартеру и сопутствующий этому уход денежных средств в “черный нал” еще более ограничивали возможности платежей по банковским кредитам.

Среди факторов, способствовавших особенно значительному нарастанию волны неплатежей во второй половине 90-х годов, особо отметим обострение бюджетных проблем (в частности, переход к “бюджетному секвестру”) и уход части денежных средств, обслуживавших систему платежей, в высокодоходные вложения в ГКО. Примечателен с этой точки зрения довольно высокий коэффициент эластичности неплатежей по показателям “недоплаты” бюджетных расходов (для 1994-1997 гг. он превышал 2,3) и существенно возросшая в 1996-1997 гг. эластичность увеличения неплатежей по ставке фактических доходов, приносимых вложениями в ГКО<sup>2</sup>.

Отчетные данные банков о размерах просроченной задолженности по кредитам, по-видимому, отражают ограничения, предусматриваемые регулированием текущей банковской деятельности. На протяжении всего периода, предшествовавшего августу 1998 г. (август 1994 г. - июль 1998 г.), месячные данные о доле просроченной задолженности в суммарной величине кредитов банков и займов ни разу не превысили 20%. Накопление просроченной задолженности кредитным учреждениям шло примерно теми же темпами, что и накопление всей просроченной кредиторской задолженности в экономике. В первой половине 1998 г., в соответствии с данными банковской отчетности, просроченной оказалась примерно шестая часть суммы банковских ссуд. Трудно судить о том, насколько полно эти цифры характеризуют подлинный удельный вес “плохих долгов”, но абсолютная величина просроченных банковских ссуд к концу марта 1998 г. равнялась 47,3 млрд. руб., что составляло примерно четверть общей суммы резервных денег<sup>3</sup>.

Важная отличительная черта пассивных операций российских банков - их краткосрочный характер. Удельный вес срочных и сберегательных вкладов, а вместе

---

<sup>2</sup> Более подробный экономический анализ вопросов приведен в работе, специально посвященной проблемам российского финансового рынка (Развитие российского финансового рынка 1998, гл. 2).

<sup>3</sup> “Резервные деньги” в российской денежной статистике включают наличные деньги, средства кредитных организаций, хранящихся на счетах в Центральном банке, а также остаток вкладов на счетах до востребования (за вычетом вкладов органов государственного управления).

с тем и дюрация пассивных операций у них, как правило, оказывается в несколько раз меньше, чем у аналогичных западных банков. В российских банках к началу февраля 1998 г. около 2/3 всех вкладов населения в Сбербанке и коммерческих банках составляли вклады до востребования и депозиты сроком до 90 дней (Бюллетень N. 1 1999, с.70). Вместе с тем существенный удельный вес в пассивах российских коммерческих банков приходится на корреспондентские счета других банков. Несбалансированность активных и пассивных операций по срокам (наряду с рассматриваемой ниже несбалансированностью по валютам) усиливала общую неустойчивость сформировавшейся в начале 90-х годов банковской системы.

Нарастание суммы неплатежей, в том числе просроченных банковских ссуд и “плохих долгов” в условиях, когда основная часть обязательств банка носила краткосрочный характер, формировало наиболее фундаментальные условия последующего “набега” вкладчиков на банки. Развивая идеи, заложенные в модели Даймонда - Дыбвиг (Diamond, Dybvig 1983), некоторые авторы предлагают различать натиск клиентов на банки, основанный на рациональном изучении (всей) доступной информации, и ситуацию спонтанно возникающей банковской паники (см., Jacklin, Bhattacharya 1988). К середине 1998 г., по-видимому, мог реализоваться любой из указанных вариантов: Судя по ряду признаков, наиболее отчетливо проявлявшихся на рынке межбанковских кредитов, все больше участников сознавало, что финансовое положение ряда крупнейших банков становилось критическим. Приостановки платежей этих банков, вообще говоря, было бы вполне достаточно для того, чтобы вызвать к жизни столь характерный для кредитного кризиса “эффект домино”. К тому же в условиях стремительно ускорившегося с осени 1997 г. падения курсов акций и начавшегося отлива иностранного капитала паника легко могла перебраться с фондового рынка на другие финансовые рынки. При этом стоит выделить существенное отличие назревавшего банковского кризиса от событий, развернувшихся летом-осенью 1995 г. Теперь кризис выходил далеко за пределы собственно банковской системы, потрясения в этой сфере оказывались неразрывно связанными с перебоями в функционировании государственных финансов, валютного и других финансовых рынков, а также новой волной инфляционных процессов.

## **2. Кризис государственного кредита**

К числу факторов, существенно ослаблявших устойчивость российских банков, безусловно относится нагромождение пирамиды государственных долгов. На протяжении последнего десятилетия год за годом первичный бюджет сводился с довольно крупными дефицитами, причем не только рефинансирование накопленной задолженности, но и выплаты процентов все чаще должны были осуществляться с помощью размещения новых ценных бумаг.

Каковы экономические границы такого разрастания пирамиды государственных долгов? Решение этой проблемы в экономической литературе обычно связывается с анализом так называемых схем Понци. Приведем одно из определений такой схемы применительно к операциям государства (в последующем изложении будем ссылаться на него как на определение "слабой" схемы): такая схема предполагает, что государство осуществляет однократное заимствование некоторой суммы денег у внутренних кредиторов, а затем постоянно рефинансирует эту задолженность и выплачивает проценты за счет привлечения новых заемных средств.

Доверие инвесторов к правительственному кредиту и надежность таких обязательств, по-видимому, зависят от соотношения, складывающегося между суммами, требующимися для обслуживания этих долгов, и потенциальными возможностями соответствующих выплат. Иначе говоря, они определяются прежде всего размерами текущих доходов.

Для начала будем, в соответствии с утвердившимся в литературе подходом, полагать, что кредиторы сохраняют доверие к государственным обязательствам до тех пор, пока отношение накапливающейся в соответствии со "слабой" схемой Понци задолженности к доходу не достигнет некоторого критического уровня  $k^*$ . Тогда, предположив, что процент по государственным обязательствам остается неизменным, можно утверждать: до тех пор, пока:

$$D_t = D_0 e^{rt} < k^* Y_t \quad (1),$$

(где  $D_t$  - задолженность государства к концу периода  $t$  ( $t = 0,1,2,\dots$ ),  $D_0$  - сумма исходного дефицита, финансируемого путем размещения правительственных



обязательств,  $r$  - номинальная ставка процента, выплачиваемого по этим обязательствам и  $Y_t$  - величина (номинального) дохода в период  $t$ , правительство может не прибегать к расходованию средств первичного бюджета на обслуживание своей задолженности.

Введем теперь понятие "игр Понци", в которых присутствуют также некоторые стохастические элементы. Можно полагать, например, что в числе факторов, способствующих увеличению задолженности государства, присутствует и стохастическая компонента, скажем, случайная составляющая в изменении процентных ставок. Тогда условия "игры Понци" можно сформулировать следующим образом: если к концу периода  $t$  отношение  $D_t / Y_t$  не достигнет  $t$ , правительство выигрывает (может объявить, скажем, об отказе от увеличения налогов); в противном случае "проигравшее" правительство должно немедленно прибегнуть к повышению ставок существующих налогов или к введению новых налогов для погашения накопившейся задолженности.

Рассматривая изменения в соотношении  $1+r / 1+g$ , (где  $g$  - темпы роста номинального совокупного дохода) на протяжении достаточно длительных периодов, можно прийти к следующему выводу: в США и Англии на протяжении нашего столетия вероятность "проигрыша" правительства при реализации слабой схемы Понци была очень невелика. Так, в соответствии с расчетами Ч. Бона (Bohn 1991), вероятность "проигрыша" американского правительства в такой игре в послевоенные годы не превышала 0,001; по расчетам Л.Болла, Д. Эллендорфа и Н. Мэнкью, при предположении о том, что критическое соотношение государственной задолженности к доходу равно 150%, вероятность "проигрыша" федерального правительства США в "игре Понци" на протяжении 1920 - 1992 г.г. составляла 0,01. (см. Ball, Ellmendorf, Mankiw 1995)

Анализируя факторы, влияющие на исход "игры Понци", нетрудно заметить, что неожиданная активизация инфляционных процессов, неоднократно наблюдавшаяся на протяжении рассматриваемого периода, обычно характеризовалась снижением реального процента. Это обстоятельство при прочих равных условиях увеличивало вероятность выигрыша государства в подобной игре: хотя как числитель, так и знаменатель рассматриваемого соотношения выражены в номинальных величинах, все же здесь (как и в стандартном случае неиндексируемой

задолженности) неожиданная инфляция обеспечивала существенные выгоды заемщику.

Ситуация существенно меняется, однако, в случае перехода от однократного к многократному увеличению государственной задолженности. Определение "сильной" схемы Понци предполагает, что дефициты правительственного бюджета могут регулярно повторяться, причем не только финансирование текущего дефицита, но рефинансирование накапливающихся долгов и выплаты процентов, как и в предшествующем случае, осуществляются исключительно за счет новых заимствований. Тогда соотношение между задолженностью и текущим доходом регулируется пропорцией  $(1+c)^t(1+r)/(1+g)$ , где  $c$  характеризует средние темпы ежегодного прироста задолженности вследствие накопления дефицитов первичного бюджета. Нетрудно видеть, что при сохранении крупных бюджетных дефицитов на протяжении сколько-нибудь продолжительного времени возможности выигрыша у правительства, использующего "сильную" схему Понци, оказываются более ограниченными. При этом вероятность выигрыша здесь, как и прежде, в большой мере зависит от выбора критического уровня  $k$ . Ясно, что по мере появления других симптомов кризиса государственных финансов оценки кредиторов, которые отражаются в уровне  $k$ , могут постепенно снижаться.

Еще более опасный поворот игра Понци может приобрести в условиях переходной экономики. Во-первых, обострение бюджетного кризиса (см. Синельников 1995) определяет стремительное нарастание значений множителя  $(1+c)^t$ . Во-вторых, снижение темпов хозяйственного роста сменяется падением реальных доходов или стагнацией.

Сам характер бюджетного кризиса при этом определяет условия, при которых суммы денег, мобилизованные по каналам государственного кредита, направлялись, как правило, на финансирование текущих правительственных расходов; такие расходы не могли сформировать источники последующего обслуживания государственного долга.

Вследствие ряда причин (см., например, Conway 1995; Николаенко 1998) норма сбережения в переходной экономике обнаруживает тенденцию к значительному снижению. Поэтому по мере того как требующиеся суммы рефинансирования, а также дефициты первичных бюджетов увеличиваются, обнаруживается тенденция к ускоренному росту процентных ставок. Процентные ставки по государственным

обязательствам взлетают особенно сильно в периоды резкого усиления политической неустойчивости и обостряющейся нужды правительства в оперативном финансировании дополнительных крупных расходов.

Особенный драматизм ситуации придает следующее обстоятельство. По условиям игры Понци в случае проигрыша государство должно обеспечить к увеличению своих налоговых поступлений. Имплицитно при этом предполагается, что рост совокупных доходов позволяет повысить эффективную ставку (совокупного) налогового обложения. Между тем главным источником расстройств всей системы государственных финансов в постсоциалистической, а особенно в российской экономике, оказывается как раз кризис налоговой системы; именно он определяет (при заданной величине расходов) неуклонное нарастание бюджетных дефицитов.

Учитывая указанные обстоятельства, условие доверия и кредитоспособности государства теперь должно выглядеть следующим образом:

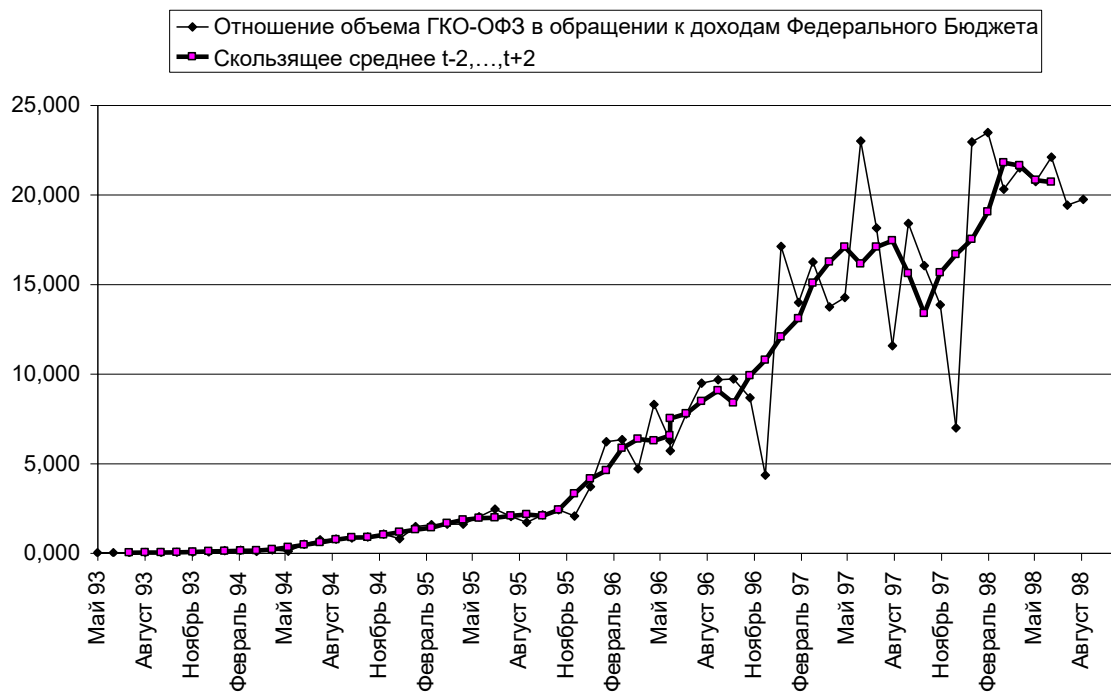
$$D_t = D_0 e^{(c+r)t} < k^* f_t Y_t \quad (2),$$

где  $f_t$  - эффективная ставка совокупного налогового обложения в период  $t$ . Специфика ситуации, по-видимому, должна отразиться и на исходных определениях "победы" и "поражения": перспектива значительного роста  $f_t$  в ситуации "поражения" при наличии острого политического и бюджетного кризисов представляется не слишком реалистичной.

Месячные данные о размерах внутреннего долга, в том числе о сумме ГКО-ОФЗ, и о налоговых доходах федерального бюджета чрезвычайно подвижны, поэтому в диаграмме 1 приведены скользящие средние с диапазоном в пять месяцев. Нарастание пирамиды долгов особенно отчетливо заметно по динамике соотношения между суммой ГКО-ОФЗ в обращении и месячной суммой налоговых доходов федерального бюджета. В первом квартале 1994 г. это соотношение было равно 0,1, уже к ноябрю 1994 г. оно достигло единицы, а во втором квартале 1998 г. оно составило 26,1.

*Диаграмма 1*

**Динамика отношения суммы долга по ГКО-ОФЗ к месячным доходам  
федерального бюджета**



Отношение всей суммы внутреннего долга федерального правительства к месячной сумме налоговых доходов федерального бюджета к началу 1998 г. превысило 30, а к августу 1998 г. достигло 34,4. Поскольку преобладающая часть задолженности носила краткосрочный характер, о погашении этих обязательств из текущих доходов первичного бюджета не могло быть и речи. К лету 1998 г. лишь по ГКО-ОФЗ сумма ежемесячно погашаемых обязательств в два с лишним раза превышала месячный объем федеральных налоговых доходов.

Правительство оказывалось лишенным свободы выбора: сталкиваясь с проблемами рефинансирования своей задолженности, оно должно было в конечном счете принимать условия кредиторов. Рост правительственных задолженностей постепенно выходил из-под контроля. Поскольку же нагромождение долгов все больше увеличивало риски кредиторов, к рассмотренным выше факторам повышения рыночной процентной ставки в российской экономике добавлялась все большая премия за риск.

К концу июня 1998 г. средневзвешенная доходность на рынке государственных ценных бумаг достигла (в пересчете на год) 126%. Это знаменовало по существу полную исчерпанность прежних форм развития государственного кредита: правительство вряд ли могло дальше увеличивать свою задолженность подобными темпами и вместе с тем не могло оплатить из первичных доходов бюджета обязательства, по которым наступал срок погашения.

Расстройство государственного кредита отражало более глубокий кризис всей системы правительственных финансов. Заметим, что отношение задолженности федерального правительства к величине ВВП в России к лету 1998 г. трудно считать непомерно большим, по крайней мере по стандартам развитых стран: составляя 40-45%, оно значительно уступает аналогичным показателям, исчисленным, скажем, для европейских стран, правительства которых не сталкиваются со столь серьезными бюджетными проблемами<sup>4</sup>. Именно недостаточность долгосрочных внутренних сбережений и особенно - обострение кризиса налоговой системы приводили к тому, что к 1998 г. функционирование государственного кредита стало наталкиваться на все новые трудности.

Обострившиеся финансовые проблемы у растущего числа предприятий, включая фирмы-экспортеры, оттягивание назревших структурных реформ, стремительный рост неплатежей - все это как бы фокусировалось в прогрессирующей неадекватности налоговой системы. Характеризуя динамику  $f_t$ , заметим, что нарастанию проблемы государственной задолженности противостояло падение реального объема доходов и неуклонно снижавшееся отношение налоговых поступлений в федеральный бюджет к ВВП; в 1992 году последнее составляло 17,4%, в 1993 году - 13,1%, оно (см. "Экономика переходного периода" 1998), а к 1998 году оно опустилось ниже 10%.

В переходной экономике преобладающая часть государственной задолженности неизбежно оказывается размещенной в банках, поэтому и уступчивость частных банков в значительной степени зависит от состояния правительственного кредита. В обычной ситуации (характерной не только для развитых, но и для большинства развивающихся стран) вложения в краткосрочные государственные ценные бумаги используются в качестве самых надежных ликвидных резервов. Однако в случае неконтролируемого накопления правительственных долгов последние могут оказаться источником дополнительной системой нестабильности кредитных учреждений.

С другой стороны, в ряде публикаций текущий банковский кризис выводится на прямую из провозглашенного 17 августа 1998 года отказа федерального правительства от погашения ГКО-ОФЗ и последующей принудительной

---

<sup>4</sup> Например, в Италии, Бельгии и некоторых других европейских странах внутренняя задолженность государства существенно превосходит размер ВВП.

реструктуризации этих долгов. Подобная аргументация, по-видимому, имеет определенные основания: указанные решения, разумеется способствовали значительному обострению банковского кризиса. И все же, по-видимому, не стоит переоценивать масштабы прямого влияния, которое оказало на финансовое состояние крупнейших московских банков превращение ГКО - ОФЗ в неликвидные активы.

Дело в том, что большая часть деноминированных в рублях правительственных обязательств была размещена в Сбербанке, операции которого опираются на государственные гарантии. Со второй половины 1994 г. можно было наблюдать устойчивую тенденцию: Сбербанк постепенно переориентировался с разнообразных активных операций, включавших межбанковские ссуды, на вложения в ГКО-ОФЗ. К 1997 году до 55-60% всей суммы ГКО-ОФЗ было размещено в Центробанке, Сбербанке и Внешторгбанке.

Крупные частные банки чрезвычайно активно вели операции с государственными обязательствами на первичном и особенно на вторичном рынках, но свои устойчивые вложения в правительственные бумаги увеличивали темпами, отстававшими от темпов роста государственной задолженности. В результате этого их доля в размещении совокупного долга федерального правительства на протяжении 1996 - 1997 годов обнаруживала тенденцию к снижению. У ряда крупнейших московских банков, оказавшихся в эпицентре кредитного кризиса, эта доля к августу 1998 года не превышала 2-4% всех активов. С другой стороны, те банки, которые продолжали хранить значительную часть средств в долговых обязательствах федерального правительства, не только потерпели существенный убытки, но и столкнулись с серьезными проблемами снижения ликвидности.

К тому же подрыв условий стабильного функционирования крупнейших ("системообразующих") банков обнаружился, как будет отмечено ниже, за несколько месяцев до того, как федеральное правительство отказалось платить по своим долгам. Первые признаки неплатежеспособности ряда крупнейших банков и подрыв доверия к ним на рынке межбанковских кредитов вполне отчетливо обнаружались уже в июне-июле 1998 года. С этого же времени наметилась и тенденция к отзыву вкладов, прежде всего рублевых вкладов в эти банки.

Вместе с тем опосредованное воздействие кризиса государственного кредита на состояние банковской системы безусловно было достаточно сильным. Речь идет

прежде всего о тех банковских операциях, которые были так или иначе связаны с косвенной поддержкой правительственной задолженности.

Выделим в этой связи лишь один аспект рассматриваемого вопроса. Правительство и Центробанк, стремившиеся сдержать рост бремени процентных платежей, с 1996 года расширили возможности участия иностранных инвесторов в приобретении государственных обязательств. Это действительно способствовало существенному удешевлению правительственных займов. Лишь на протяжении первых семи месяцев 1997 года средняя доходность ГКО снизилась более чем в два раза.

Однако, закладка все больших сумм чрезвычайно подвижных зарубежных капиталов "в основание" быстро разраставшейся проблемы долгов усиливало неустойчивость всей системы кредитных отношений. Удельный вес иностранных инвесторов, осуществлявших краткосрочные портфельные вложения в федеральные долговые обязательства, увеличился с 2-3% к началу 1996 года до почти 30% в 1998 году. На них приходилось по существу до 3/4 всех государственных обязательств, размещенных вне Центробанка, Сбербанка и Внешторгбанка.

Вместе с тем в соответствии с программой либерализации валютно-кредитных отношений с начала 1998 года Центробанк отказался от заключения компенсирующих сделок с иностранными кредиторами.

В таких условиях последние заключали форвардные контракты с крупнейшими коммерческими банками (или приобретали валютные опционы). Валютные риски оказались переложены на коммерческие банки. Между тем частные банки, по-видимому, не придавали особого значения проблеме хеджирования, оставляя практически незащищенной собственную валютную позицию<sup>5</sup>. В результате валютные обязательства ряда крупнейших частных банков в конечном счете были замкнуты на стабильность обменного курса рубля.

### **3. Ухудшение валютной позиции и вызревание условий кризиса**

---

<sup>5</sup> Особого обсуждения заслуживает, по-видимому, вопрос о том, как смогли бы эти банки найти частных контрагентов для заключения встречных срочных сделок с валютой на столь крупные суммы в условиях сворачивавшегося рынка форвардных контрактов. Здесь мы снова сталкиваемся с проблемами неполноты финансовых рынков особенно сильно проявляющимися в условиях экономики.

Со второй половины 90-х г.г. крупнейшие коммерческие банки все активней выходили на внешние финансовые рынки с крупными суммами обязательств.

В условиях стремительного инфляционного обеспечения денежных сбережений в начале 90-х годов и постепенного снижения нормы сбережений в российской экономике рост предложения денежного капитала наталкивался на ряд внутренних ограничений. Вместе с тем спрос на заемные средства со стороны федерального правительства более или менее неуклонно расширялся: внутреннее финансирование дефицита федерального бюджета, предполагавшее привлечение заемных средств<sup>6</sup>, в 1993 г. составило 0,1% ВВП, в 1994 г. - 3,3%, в 1995 г. - 3,4%, в 1996 г. - 5,6% и в 1997 г. - 4,5% ВВП (расчеты по: "Экономика переходного периода" 1998). В таких условиях не только номинальные, но и реальные процентные ставки на внутреннем рынке достигали весьма высокого уровня. Так, к февралю 1996 г. средняя депозитная ставка составляла около 70% (Бюллетень 9 1996), тогда как месячный темп роста цен составлял 2,8% (в пересчете на год 39,3%). Между тем развертывавшаяся подготовка президентских выборов требовала все новых ресурсов: к середине апреля 1996 г. аукционная ставка по шестимесячным ГКО превысила 235%.

В такой ситуации привлечение финансовых ресурсов из-за рубежа представлялось банкам наиболее экономичным способом мобилизации денежных средств. Способы такой мобилизации были многообразны - это и получение займов, и выпуск еврооблигаций, и открытие кредитных позиций в западных банках.

*Таблица 1*

**Операции кредитных организаций<sup>7</sup>, номинированные в иностранной валюте (в млн. руб.),**

	1.01.1996	1.01.1998
Иностраннные пассивы	30,0	109,6
Депозиты в иностранной валюте	57,1	85,0
Итого	87,1	194,6
Иностраннные активы	46,2	68,1

Источник: "Бюллетень" за соответствующие годы.

<sup>6</sup> Общая сумма финансирования дефицита федерального бюджета за вычетом кредитов Центрального банка, внешнего финансирования и изменения остатков бюджетных средств на банковских счетах.

<sup>7</sup> В их число входят Сбербанк, частные коммерческие банки и Внешэкономбанк (в той части, которая не относится к его функциям правительственного агента).



Таким образом, на протяжении 1996-1997 г.г. объем банковских обязательств, номинированных в иностранной валюте, увеличился в 2,2 раза и к началу 1998 г. почти в три раза превышал сумму иностранных активов<sup>8</sup>. К тому же, как отмечалось выше, в 1998 г. резко расширилась сфера операций, в которых частные банки принимали на себя валютные риски иностранных кредиторов государства<sup>9</sup>. Ясно, что, отказавшись от поддержания более сбалансированной валютной позиции (привлечение "более дешевых" ресурсов из-за границы для осуществления особенно рентабельных рублевых операций, например, вложений в ГКО весной-летом 1996 г.), а также используя операции на рынке срочных сделок с валютой, банки могли вплоть до определенного момента обеспечивать себе значительные дополнительные доходы. Вместе с тем подобная стратегия неминуемо готовила почву для последующих потрясений.

Современный теоретический анализ спекулятивного натиска на валюту, как и модели банковской паники, исходят из существования нескольких различающихся между собой макроэкономического равновесия. Вследствие несовершенной действий, предпринимаемых отдельными участниками, в определенных условиях может иметь место стремительное нарастание паники и переход к низшему по критерию Парето ("худшему") равновесию. Общая логика таких моделей во многих чертах совпадает с принципами построения упоминавшихся выше моделей банковского кризиса (Diamond, Dybvig 1983, Jacklin, Bhattacharya 1988).

Элементарный механизм спекулятивной атаки на валюту описывается "классической" моделью П. Кругмэна (Krugman 1979), положившей начало моделям первого поколения. В них экзогенно задается расширение внутреннего кредита, например, увеличение государственной задолженности, и исходные валютные резервы, которыми располагает Центральный банк; обменный курс валюты предполагается фиксированным. В соответствии с предположениями модели, расширение внутреннего кредита постепенно будет оказывать все большее давление

---

<sup>8</sup> Исследование "московской части" широкой выборки банков показывало: на конец 1994 г. чистая стоимость валютных активов, исчисленная как отношение к капитальной базе соответствующих банков, составляла + 24%, а к концу 1997г. уже - 60,6%. При этом авторы исследования справедливо отмечают, что "публикуемые данные характеризуют чистые иностранные активы, но по ним затруднительно определить общую сумму чистых валютных активов" (Матовников и др. 1998, стр. 207, 210, 59-60).

на валютные резервы. Немного модифицировав указанную модель, нетрудно показать, что в случаях, когда расширение внутреннего кредита сопровождается инфляционным обесценением национальной валюты, резервы Центрального банка будут таять особенно быстро.

Все это подготавливает условия, при которых спекулятивный натиск на национальную валюту сможет увенчаться успехом с вероятностью, близкой к единице.

Принципы построения моделей первого поколения вполне очевидны: кризис вызывается некоторыми фундаментальными причинами, выводящими систему из равновесия, в частности, "чрезмерным" расширением государственного кредита. И, строго говоря, этой логики вполне достаточно для предсказания неизбежности крушения официально зафиксированного в 1995 г. коридора, в рамках которого удерживалось движение обменного курса рубля.

Модели следующего, "второго", поколения (см., например, Obstfeld 1994; Flood, Marion 1996) вводят в рассмотрение более богатый набор возможностей: в них более подробно рассматривается, в частности, оптимальная стратегия денежно-кредитной политики государства. В этих моделях в явной форме показано существование нескольких равновесных ситуаций и (что сближает эти модели с моделями возникновения банковской паники) возможности формирования "самореализующихся" ожиданий, обуславливающих переход к "кризисному" (худшему, по критерию Парето) равновесию<sup>10</sup>.

От моделей спекулятивного натиска на валюту нетрудно перейти к моделям общего равновесия, а вместе с тем более общим моделям финансового кризиса, включив в рассмотрение одновременное существование нескольких равновесий в сфере государственного кредита и в банковской системе. Особенно существенным при этом представляется следующее обстоятельство: в подобной "синтезирующей"

---

<sup>9</sup> Сказанное, относится, прежде всего, к некоторым крупнейшим московским банкам (особенно к "новым"), располагавшим возможностью открывать корреспондентские счета в иностранных банках и получать валютные кредиты.

<sup>10</sup> Уже из моделей первого поколения следовало, что фундаментальные причины, ведущие к ухудшению финансовой ситуации, порождает спекулятивные ожидания, которые на определенной стадии развития этого процесса обрушивают валютный курс. Модели следующего поколения делают существенный шаг вперед: они показывают, что при наличии необходимых условий (когда, например, некоторые характеристики свидетельствуют о слабости позиций национальной валюты) воздействие случайных шоков (sunspot variable) может вызвать к жизни эффект "самореализующихся" ожиданий. - см. Cole, Kehoe 1998.

трехуровневой игре (участники которой выступают на рынках банковских операций, государственных обязательств и валютном рынке) сфера системной нестабильности значительно "синтезирующей" расширяется: переходы от обычного равновесия к кризисному в отдельных секторах могут оказаться достаточно тесно связанными между собой. Рассмотрим, например, последствия отказа иностранных кредиторов от поддержания сильно накренившейся пирамиды государственных долгов и перехода этих инвесторов к массовому выводу средств из страны. При некоторых условиях (например, в ситуации сложившегося серьезного неравновесия между валютными обязательствами банков, в том числе обязательствами перед иностранными инвесторами, и банковскими ликвидными резервами в валюте) это может повлечь за собой как банковскую панику, так и натиск на национальную валюту.

Решающим условием вступления в подобную "взрывоопасную зону" оказывается серьезное ухудшение функциональных условий бесперебойного функционирования финансовой системы - выявляющаяся невозможность обслуживания государственной задолженности за счет первичных налоговых доходов, резкое обострение проблемы ликвидности особенно валютной ликвидности ряда крупнейших ("системообразующих") банков, истощение валютных резервов Центрального банка. Но в пределах такой "опасной зоны" вероятность почти одновременного стремительного развертывания кризисных процессов в сфере правительственного кредита, банковском секторе и на валютных рынках в большой степени определяется изменением ожиданий некоторой группы участников (например, иностранных инвесторов и/или крупнейших банков). Отдельные участники просто пытаются ограничить убытки, которые может принести последующий кризис, но в сложившихся условиях подобные действия грозят обрушить всю сложившуюся систему кредитных и валютных отношений.

Обратимся теперь к несколько более конкретным условиям вызревания денежного кризиса в российской экономике на протяжении второй половины 90-х годов. Отмечавшиеся выше серьезные изменения в валютной позиции банковского сектора не должны повлечь каких-либо серьезных последствий, до тех пор, пока иностранные инвесторы охотно направляют в страну все новые средства, а курс номинальной валюты фиксирован или достаточно надежно "закреплен" в

диапазоне сравнительно небольших изменений. Насколько прочна, однако, складывающаяся подобным образом ситуация?

Чтобы представить простейшую схему формирования условий валютного кризиса, будем исходить из того, что, определяя риск вложений в государственные обязательства, иностранные кредиторы руководствуются двумя характеристиками: это отношение суммы рублевых обязательств правительства к доходам первичного бюджета ("рублевая платежеспособность заемщика") и соотношение между интенсивностью развертывающегося на определенной стадии развития описанного процесса оттока иностранного капитала и валютными резервами, принадлежащими Центральному банку ("валютная надежность", определяющая возможности репатриации капитала и дохода по инвестициям в иностранной валюте).

Предположим к тому же, что степень несклонности иностранных инвесторов к риску может меняться, причем информация об изменениях этих предпочтений, по крайней мере до определенного времени, остается частной. Ясно, что при вступлении экономики в "кризисную зону" изменение отношения хотя бы некоторой части иностранных инвесторов к существующим рублевым или валютным рискам может породить панику и спонтанный переход к "худшему" равновесию.

Достаточно правдоподобной представляется, например, следующая схема. Привлекаемый сравнительно высокими доходами иностранный капитал на протяжении некоторого времени интенсивно притекает в страну, что способствует, в частности, увеличению валютных резервов этой страны или поддержанию их на уровне "разумной достаточности".

Поначалу эти инвестиции могут осуществляться в частные ценные бумаги, скажем, акции, или принимать форму кредитов, предоставляемых кажушимся наиболее надежными промышленным фирмам и банкам. Когда риск таких вложений представляется слишком большим, инвесторы могут переориентироваться на традиционно считающиеся наиболее надежными краткосрочные государственные обязательства<sup>11</sup>.

Вплоть до определенного момента опасения по поводу кредитоспособности правительства и/или массового оттока иностранного капитала, скорей всего, просто

---

<sup>11</sup> В простейшей модели можно исходить, по-видимому, из того, что притекающий в страну капитал не обладает четко выраженной "специализацией" по различным объектам инвестирования.

не имеют серьезных оснований Рациональная стратегия инвестора предполагает дальнейшее расширение вложений; тем самым складываются условия "самоподдерживающегося" режима притока иностранного капитала. Случайные шоки в этом случае могут обнаружиться лишь в некоторых ускорениях или замедлениях описанного процесса.

Но, как только выясняется, что массированный натиск на национальную валюту может истощить наличные резервы, описанная система утрачивает стабильность. Рассмотрим этот вопрос несколько более подробно. Пусть курс валюты фиксирован на уровне  $\bar{e}$  (где  $e$  - характеризует логарифм курса доллара, выраженного в рублях). Объем (реального) дохода будем полагать неизменным, а мобильность капиталов совершенной, т.е.  $r = r^*$ , где  $r$  представляет собой процент, формирующийся на внутреннем денежном рынке, а  $r^*$  - процент на мировых денежных рынках. Тогда линейно-логарифмическую функцию спроса на деньги можно записать следующим образом:

$$m - (p^* + \bar{e}) = -\alpha r^* \quad \alpha > 0 \quad (3),$$

где  $m$  представляет собой логарифм денежной массы, а  $p^*$  - логарифм индекса, характеризующего уровень мировых цен.

Ожидания участников строятся исходя из простейших соображений: если валютные резервы, используемые для поддержки фиксированного курса номинальной валюты,  $\bar{e}$ , окажутся недостаточными, тогда правительству и Центробанку придется отправить свою валюту в "свободное плавание". Участники процесса при этом справедливо полагают, что после отказа от поддержки курса  $\bar{e}$  будет иметь место равномерное увеличение денежной массы темпом  $\mu$ .

Тогда в ситуации равновесия после отказа Центробанка от поддержания режима фиксированного валютного курса ( $r = r^* + \mu$ ):

$$m - p^* - \bar{e} = -\alpha (r^* + \mu) \quad (4)$$

Из соотношений (3) и (4) следует:

$$e - \bar{e} = \alpha \mu > 0$$

Иными словами, как только спекулянтам удастся обрушить фиксированный курс, курсовой доход должен оказаться положительным. Этот доход будет тем больше, чем активней правительство будет "оказывать помощь" крупнейшим промышленным фирмам и банкам, прибегая к инфляционному финансированию своих расходов, нагромождению пирамиды государственных долга

Серьезными потрясениями чревато и стремление правительства и монетарных властей избежать обострения текущих проблем, любой ценой поддерживая официально провозглашенный валютный коридор<sup>12</sup>. По мере истощения валютных резервов и усиления натиска спекулянтов это неизбежно должно повлечь последующее более резкое обесценение национальной валюты, а вместе с тем более интенсивные кризисные процессы, развертывающиеся в сфере государственного и частного кредита.

В предшествующих разделах уже рассматривались пределы "надежности" государственных обязательств с точки зрения кредитора. Отметим только, что по мере приближения к "зоне кризиса" импульсы, запускающие кризисные процессы, в рамках данной модели могут определяться не только приближением  $D_t$  к  $k^* f_t Y_t$ , но и изменением субъективных оценок  $k^*$  у ряда иностранных инвесторов (а также стохастическими изменениями, характеризующими их отношение к риску). Под действием указанных факторов часть инвесторов принимает решение об отзыве своих капиталов. Когда такой отток превысит приток новых иностранных инвестиций, угроза кризиса становится совершенно реальной.

При вступлении в указанную "взрывоопасную полосу" сигнальную роль могут играть также операции международных финансовых организаций: кризисные процессы могут быть вызваны к жизни не только усиливающимся оттоком иностранного капитала из страны, но и, скажем, слухами о предстоящем невозобновлении (сокращении) кредитов, предоставляемых Международным валютным фондом и Мировым банком.

Аналогичные соотношения могут сложиться и при использовании банками для стабилизации своего финансового положения внешней задолженности. Проиллюстрируем это положение с помощью двухпериодной модели. Будем

полагать, что начальные вклады  $b_0$  принадлежат внутренним кредиторам, тогда как кредитная линия банку на сумму  $b_1$ , на протяжении первого периода или "промежуточные" ссуды (bridge loans), представлены иностранными инвесторами. Пусть банк, поместивший  $b_0$  в некоторые активные операции, к концу второго периода сможет обеспечить доход, равный  $(1 + R)$ . Продажа какой-либо части этих активов на протяжении первого периода заведомо убыточна: реализовав активы, банк сможет получить за каждый рубль инвестиций лишь  $q$  копеек ( $q < 1$ ). Тогда платежеспособность банка в первый период будет определяться соотношением:

$$b_1 + qL - a_1 > 0 \quad b_1 > 0 \quad (5),$$

где  $a_1$  - суммы вкладов, изымаемые клиентами в период 1, а  $L$  представляет собой наибольшую часть долгосрочных активов, которую банку удастся реализовать на протяжении первого периода. Нетрудно видеть, что в ситуации  $b_1 = 0$  отсутствие промежуточного кредита определяет более узкие границы "выживания" для банков, и поэтому неуспех очередной попытки получения кредитов или размещения ценных бумаг может превратиться в импульс, порождающий панику среди кредиторов.

Каналы взаимодействия между валютными и банковскими кризисами становятся еще более очевидными, если мы предположим в нашем примере, что: 1) все вклады  $b_0$  сделаны иностранными клиентами и 2) в период 1 возникает угроза девальвации рубля. Это ведет не только к срыву промежуточного займа  $b_1$ , но и к востребованию  $b_0$ , а последний шаг, по условиям модели, превращает рассматриваемый банк в неплатежеспособный.

В рамках некоторой "полосы неустойчивости" трудно заранее точно определить дату взрыва кризиса (безошибочный прогноз такого рода мог бы при спекулятивной игре на понижение обеспечить крупные доходы без какого-либо риска). И все же не вызывает сомнений, что по мере того, как растут рублевые и валютные риски и увеличивается число инвесторов, выводящих свои средства за пределы страны (а вместе с тем нарастает число внутренних кредиторов, отзывающих средства из рублевых операций, в том числе отзывающих из банков рублевые средства и обращающих их в доллары) повышается и вероятность

---

<sup>12</sup> Опыт финансовых кризисов последнего десятилетия и прежде всего кризисов Юго-восточной Азии может свидетельствовать о том, что во многих случаях даже наличие крупных валютных резервов не

возникновения банковской паники и спекулятивного натиска на национальную валюту.

Поступающая на финансовые рынки негативная информация часто "фокусируется" в изменениях кредитного рейтинга, а также в рекомендациях, публикуемых известными специализированными фирмами и признанными финансовыми экспертами. Тем самым складываются наиболее благоприятные условия для реализации эффектов, порождаемых "рациональной психологией стада"<sup>13</sup>.

Как в фазе бума (в нашем примере - бума иностранных вложений), так и в особенно большей степени в фазе кризиса отчетливо прослеживается зависимость решений, принимаемых некоторыми участниками, от поведения других участников. Предположения относительно информационной эффективности рынка исходят из того, что в ситуации, когда информация, воплощенная в ценах, а также сведения, почерпнутые из других доступных источников, не содержат каких-либо "подсказок", поддающихся расшифровке, решения и действия отдельных участников можно считать независимыми. Поскольку, однако, в реальной жизни степень информированности и квалификации различных участников неодинакова (см., Grossman, Stiglitz 1980), рациональная стратегия может предполагать, что в ситуации, кажущейся данному инвестору неопределенной, лучше следовать решениям, принимаемым более информированными (квалифицированными, опытными) участниками.

Недостаточность информации, порождающая "рациональную психологию стада", может относиться к различным аспектам рыночных операций (см., Avery, Zemsky 1998). Речь может идти, например, о перспективах появления тех или иных событий, об оценке их практической значимости и - что представляется особенно существенным при анализе переломных точек конъюнктуры - неопределенность, характеризующая степень доверия к тем или иным публикуемым рекомендациям и рейтингам.

В условиях, когда инвесторы все чаще сталкиваются с такими действиями других участников, которые могут свидетельствовать о серьезном увеличении рублевого и/или валютного рисков, сама растущая частота поступления сигналов

---

может исключить успех спекулятивного натиска на национальную валюту.

<sup>13</sup> Этот термин используется, в частности, в работе Devenow, Welch 1996.



может восприниматься как отражение процессов "самореализующегося" кризиса. Кроме того, постепенное совпадение разворачивающихся событий с предсказаниями, вытекающими из поведения (решений) "лидеров" данного процесса служит дополнительным аргументом, убеждающим участников в том, что данный рынок управляется действиями хорошо информированных агентов. Так "психология стада" становится преобладающим стереотипом инвестиционного поведения, и востребование средств иностранными кредиторами (а также спрос на валюту, предъявляемый банками и другими внутренними инвесторами) приобретает массовый характер.

В реальной жизни процессы вызревания банковского и валютного кризиса модифицируются многообразными обстоятельствами. Так, пытаясь решить проблемы рефинансирования государства и предотвратить уход с рынка иностранных кредиторов, министерство финансов должно было, как отмечалось выше, прибегать к дальнейшему повышению процентных выплат. В 1997-1998 г.г. при возникновении угрозы серьезного отлива иностранного капитала этот шаг во многих случаях подкреплялся значительным повышением ставки рефинансирования Центрального банка.

Неожиданное резкое повышение учетной ставки особенно неблагоприятно сказывалось на положении частных банков. В ситуации усиления кредитной напряженности такое движение процентных ставок может, как показал Н. Мэнкью, повлечь за собой довольно драматические последствия для всей банковской системы. Ведь повышение уровня процента банки могут рассматривать как отражение нарастающих кредитных рисков; в подобных обстоятельствах возникают условия "обратного выбора" (adverse selection) - см. Mankiw 1986.

В российской экономике неблагоприятное воздействие политики Центрального банка, направленной на ужесточение условий кредита, на положение частных банков оказывалось особенно заметным в связи с отмечавшейся выше несбалансированностью временной структуры активов и пассивов (абсолютное преобладание краткосрочных вкладов). Во второй половине 90-х годов на повышение процента на внутренних рынках банки отвечали ростом иностранных заимствований.

При вступлении денежно-кредитной системы в "зону кризиса" с особой отчетливостью выявляется внутренняя противоречивость задач, встающих перед

политикой Центрального банка. С одной стороны, необходимость финансирования правительственных расходов, поддержания устойчивости государственного кредита и национальной валюты требуют высоких, а затем и "сверхвысоких" ставок рефинансирования. А с другой стороны, повышение уровня ссудного процента влечет за собой не только ухудшение общих макроэкономических условий и дальнейшее стремительное нарастание государственных долгов, но и существенное ослабление устойчивости банковской системы.

Таким образом, процессы вызревания кризиса государственного кредита, банковского и валютного кризиса тесно переплетались между собой. При вступлении в "полосу нестабильности" стохастические шоки могли инициировать распространение "рациональной психологии стада", ускоряющей прямое признание государством своей неплатежеспособности, массовый уход иностранного капитала с финансовых рынков, натиск на национальную валюту и развитие банковского кризиса<sup>14</sup>.

#### **4. Развертывание финансового кризиса**

Важную сигнальную роль в развертывании финансового кризиса, могла сыграть, как отмечалось выше, понижение рейтинговых оценок платежеспособности российского правительства и банков наиболее влиятельными агентствами. Вслед за понижением "суверенного" рейтинга России<sup>15</sup> обрушились рейтинги многих крупнейших банков и промышленных компаний. Указанные изменения, по-видимому, инсценировали наметившиеся тенденции отлива иностранных капиталов. Портфельные инвестиции, достигшие рекордных размеров в 4-ом квартале 1997 г. (29,4 млрд. долл.), в 1998 г. стали быстро уменьшаться: в первом квартале 1998 г. - 3,5 млрд. долл., во втором квартале - 3,9 млрд. долл. Ко второму кварталу 1998 г. до минимума сократился приток иностранных кредиторов в российские банки.

---

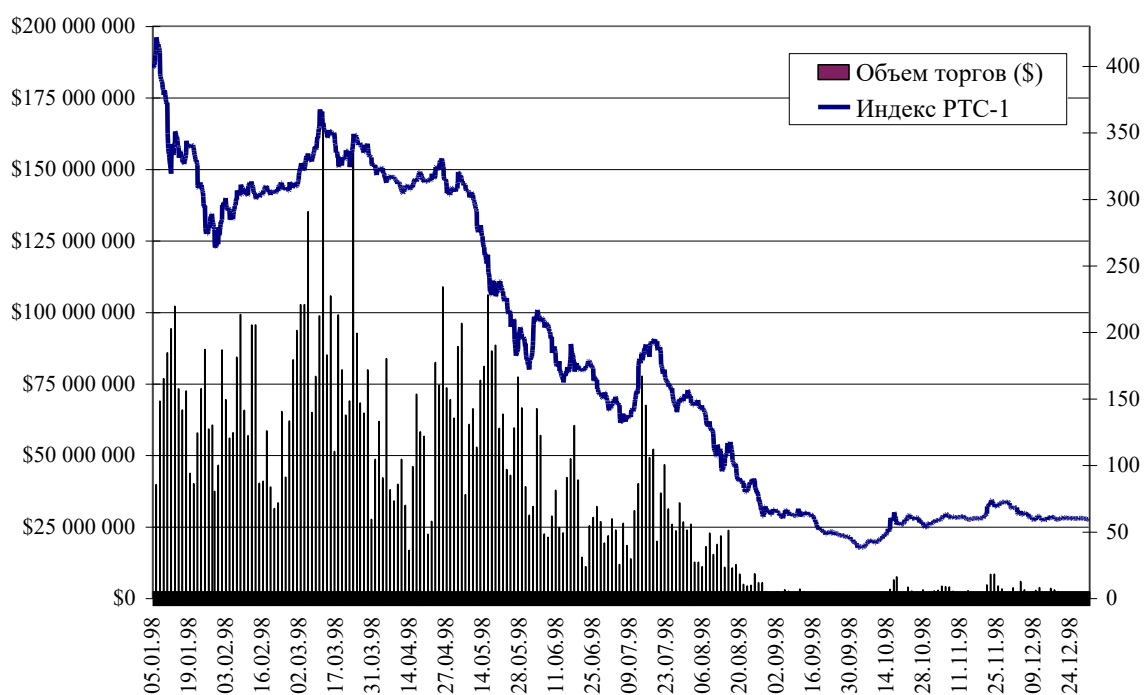
<sup>14</sup> Все сказанное может свидетельствовать: различия между описанными выше моделями первого и второго поколения вовсе не означают, что в моделях второго поколения фундаментальные факторы утрачивают всякую роль. Авторы новых моделей исходят из того, что фундаментальные факторы играют важнейшую роль в подготовке общих условий кризиса, но, когда такие условия налицо, "валютный кризис, подобно банковскому, может представлять собой самореализующийся феномен, порождающий такое экономическое давление, которое делает бессильной политику государства" (Obstfeld, Rogoff 1995, p.86).

<sup>15</sup> 11 марта 1998 г. "Moody's" снизило рейтинг России по займам в иностранной валюте с Ba 2 до Ba 3.

Отлив иностранного капитала вызвал к жизни новую волну падения курсов на Фондовом рынке. За пять недель, истекших с конца апреля индекс РТС упал более, чем на 40%, вместе с тем резко сократился объем торгов (см. диаграмму 2). Это еще более ослабляло позиции банков, вложивши значительную часть своих ресурсов в покупку акций и / или кредитование под залог ценных бумаг. Только убытки от балансовой переоценке к началу июня составили примерно пятую часть совокупного банковского капитала<sup>16</sup>.

*Диаграмма 2*

**Динамика фондового индекса РТС-1 и объема торгов в Российской Торговой Системе**



Подрыв доверия к государственным и частным обязательствам, а вместе с тем к ряду крупнейших кредитных учреждений отчетливо проявлялся на рынке межбанковских кредитов. К началу июня однодневная ставка INSTAR впервые с марта 1997 г. превысила 50%, а к лету она перевалила за 100% годовых.

Отчаянно нуждаясь в финансовых ресурсах коммерческие банки вновь и вновь превышали процент по срочным и сберегательным вкладам.

**Таблица 2**

**Движение ставок процента по рублевым депозитам физических лиц, московские банки 1998 г**

<sup>16</sup> При этом значительная часть акций, приобретавшихся российскими банками, формально выступала как покупки оффшорных компаний (в наибольшей степени это относилось к прямым вложения), реальные потери, по-видимому, существенно превосходили указанные цифры.

	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август
Число учредительных банков	11	11	11	9	10	10	10	10
Средняя ставка (годовых, с учетом реинвестирования) в %	18,8	22,1	23,4	22,6	23,3	34,2	39,0	44,3
Максимальная заявленная ставка, в %	21,6	27,4	28,6	28,6	28,6	53,1	53,2	60,2

Источник: МФД - Инфоцентр

С весны 1998 г. ставки процентов, выплачиваемых по депозитам, увеличивались быстрее, чем проценты, взимаемые по выданным ссудам, что усиливало напряженность финансового положения банков<sup>17</sup>.

С помощью резкого вздергивания процентных ставок банкам удавалось сдерживать изъятие клиентами крупных сумм. Сумма остатков на счетах до востребования физических лиц сокращалась практически с начала 1998 г., но прибегая к повышению процентных ставок по срочным вкладам, банкам удавалось вплоть до лета увеличивать остатки на этих счетах.

Начавшееся летом общее уменьшение рублевых вкладов населения было связано, по-видимому, не столько с недоверием ко всем банкам, сколько сезонными факторами (время отпусков), а также ожиданиями ускоренной инфляции и обесценения рубля по отношению к доллару: ведь сумма валютных вкладов физических лиц в банках продолжала увеличиваться вплоть до августа 1998 г.

Иначе складывалась динамика вкладов предприятий и организаций. Почти непрерывное сокращение рублевых депозитов и вкладов (с 10 млрд. руб. на первое февраля до 6,1 млрд. руб. на первое августа) с начала лета сопровождалось некоторым уменьшением их долларовых вкладов; однако на долю их рублевых вкладов к началу февраля приходилось лишь 6,3% общей суммы банковских рублевых вкладов.

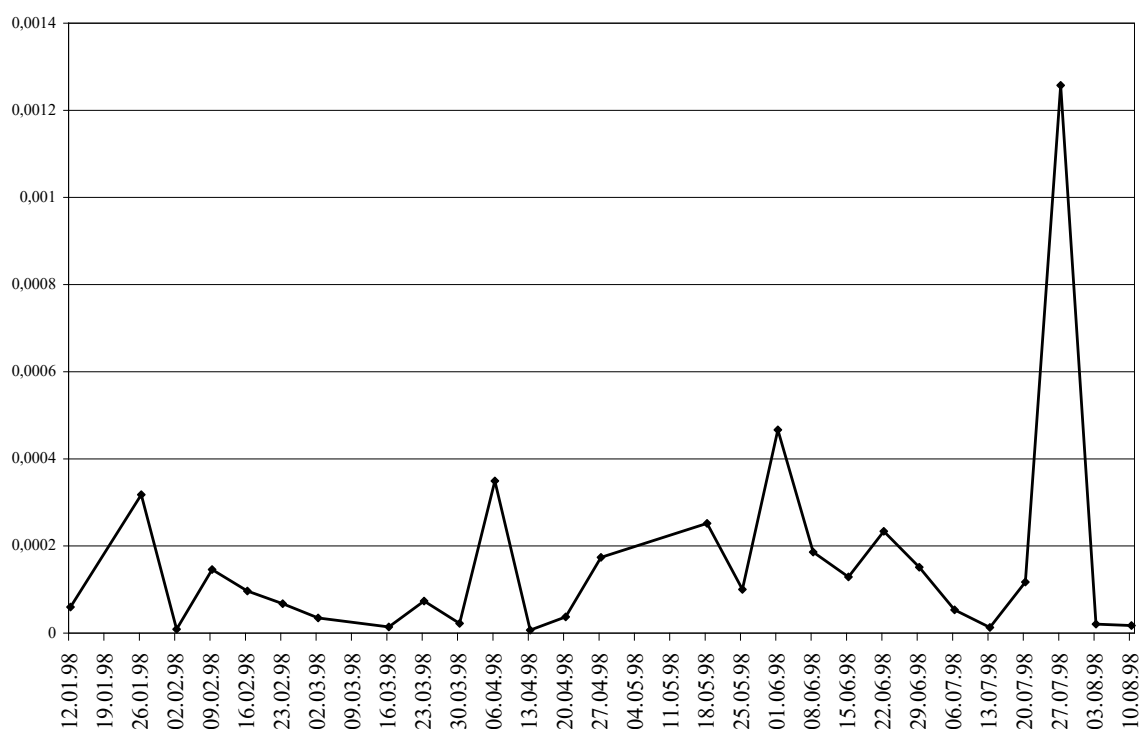
К лету 1998 г. кризисная ситуация стала обретать все более явные очертания: отлив иностранного капитала и нарастающее давление на золотовалютные резервы Центрального банка делали все более реальной перспективу крушения валютного

<sup>17</sup> В большинстве стран, сталкивавшихся в последнее время с финансовым кризисом. Положение крупнейших банков оставалось более стабильным: вплоть до начала кризиса ставки по банковским ссудам повышались быстрее, чем процентные доходы по вкладам (см. Kaminsky, Lizondo, Reinhart 1998).

коридора. В мае котировки валютных контрактов с поставкой осенью 1998 г. вышли за официально очерченные пределы коридора. Курс доллара в системе электронных лотовых торгов, в мае и июне увеличивавшийся примерно на 0,5%, на протяжении июля повысился на 1,2 %. К июню 1998 г. дисперсия денежных темпов движения курса доллара достигла рекордно высокого уровня за все время существования валютного коридора (см. диаграмму 3); это могло характеризовать все более ограниченные возможности регулирования Центральным банком рыночных валютных курсов.

*Диаграмма 3*

**Динамика недельной дисперсии курса доллара на ММВБ**



Нарастающие трудности в размещении новых государственных обязательств подрывали доверие к заверениям правительства относительно неинфляционных способов финансирования бюджетных расходов в последующий период: За первые 7 месяцев 1998 г. правительству удалось собрать менее половины запланированных налоговых доходов; вместе с тем Министерству финансов неоднократно приходилось отказываться от аукционов по размещению ГКО-ОФЗ. Подрыв доверия инвесторов к прочности государственного кредита вместе с постепенно вырисовывавшейся перспективой обесценения рубля по отношению к доллару

способствовали пробуждению инфляционных ожиданий (стремительный рост цен в августе -сентябре мог свидетельствовать о справедливости подобных опасений). Это, в свою очередь, усиливало и без того стремительно расширявшийся спрос на иностранную валюту.

Перспектива обесценения рубля приводило в движение одно из наиболее мощных механизмов развертывания банковского кризиса: неспособность ряда банков даже в условиях еще сохранявшегося валютного коридора оплатить свои обязательства по срочным сделкам с валютой<sup>18</sup>. Там, где оказывалось возможным, банки - покупатели иностранной валюты стали прибегать к досрочному исполнению контрактов, еще более усиливая тем самым натиск на валютные позиции российских контрагентов.

Так выявлялась специфика кризисной "игровой ситуации", свидетельствующей о провале координации (coordination failure). В силу ряда соображений (включая огромные суммы взятых на себя обязательств по хеджированию сделок иностранных кредиторов) российские банки никак не были заинтересованы в крушении режима "ползущей фиксации курсов" (crawling peg). Однако, начавшийся отлив капитала из страны и падение рыночных курсов отданных ими в залог государственных обязательств, номинированных в валюте, требовало от банков все больших долларовых платежей. Нуждаясь в средствах для покупки валюты, банки сбрасывали активы, представлявшие наиболее ликвидными, прежде всего ГКО-ОФЗ, и предъявляли дополнительный спрос на доллары<sup>19</sup>. Тем самым они ставили во все более трудное положение не только министерство финансов, пытавшееся спасти от крушения пирамиду государственных долгов, но и Центральный банк, утрачивавший свои валютные резервы. Массированный натиск на Центральный банка привел к тому, что на протяжении августа 1998 г. Банк потерял более трети своих валютных резервов: золотовалютные резервы уменьшились за месяц с 18,4 до 12,4 млрд. долл..

---

<sup>18</sup> Указанная тенденция вызывала особое беспокойство иностранных инвесторов в связи с тем, что в критической ситуации российские суды предпочитали трактовать указанные контракты как сделки - пари.

<sup>19</sup> В этой связи нельзя не отметить тенденцию, еще более усиливавшую нарастание кризисных процессов. Как только стала очередной неплатежеспособность ряда российских банков, некоторые из них стали увеличивать спрос на доллары, для того, чтобы вывести свои средства за границу, оставляя в стране лишь некий "остов" кредитного учреждения, которое еще недавно рекламировалось как силовая прочность крупнейших российских банков. Руководству таких банков обычно удавалось использовать для этого даже средства, находившиеся на корсчетах в Центральном банке. Переводы за границу чаще всего оформлялись как средства, необходимые для обеспечения платежей, причитающихся нерезидентам.

Ясно, что о дальнейшей активной поддержке прежнего рыночного курса рубля не могло быть и речи.

Скачкообразное нарастание кризисных процессов способствовало формированию рыночной атмосферы, характеризующейся асимметричной реакцией: внимание участников все больше приковано к тревожным новостям, свидетельствующих о возможном переходе к "плохому" исходу (равновесию) и возникновении крупных убытков, тогда как "хорошие" новости не внушают особой веры. В особенно большой степени это относится к оценке вероятной платежеспособности рыночных партнеров.

Более того. Само функционирование системы взаимных кредитов и расчетов между банками неизбежно определяет включение рисков, порождаемых двусторонними отношениями в затрудняющую мониторинг и мультиплицирующую эти риски многостороннюю систему (см. Rochet, Tirole 1996). Участник рынка межбанковских кредитов оказывался просто не в состоянии адекватно оценить свои риски при предоставлении кредита тому или иному банку - заемщику; они реагируют на "плохие" новости, относящиеся почти к любому участнику рыночных операций общим сокращением кредитных операций (сокращением сроков, предоставляемых ссуд). Так, по данным выборке, включавшей около тысячи банков, объем средств, привлеченных российскими банками у банков - резидентов, за первые четыре месяца 1998 г. уменьшился с 31,3 до 26,8 млрд. руб., т.е. на 14,5% (Экономико-политическая ситуация в России. Август 1998 г., стр.11).

Об уменьшающемся доверии кредитных институтов к друг другу могли свидетельствовать быстрый рост доли однодневных кредитов (в июле кредиты "овернайт" достигли 78,2%, а в августе 83,6% общей суммой выданных займов) и все более частые взлеты процентных ставок по этим кредитам.

Увеличение суммы краткосрочных кредитов и угроза предстоящих неплатежей подтачивали последний источник ликвидности - рынок межбанковских кредитов. К началу недели, начавшейся 10 августа этот рынок практически оказался в состоянии паралича; во второй половине месяца операции стали медленно восстанавливаться, но дневной объем выданных кредитов оставался ниже, чем после августовского кризиса 1995 г.

В качестве одного из индикаторов назревающего кризиса можно использовать движение премии за краткосрочные риски на рынке межбанковских кредитов. Рассмотрим, например, соотношение

$$s = \frac{(1 + R_t^1) \cdot (1 + R_{t+1}^1) \cdot (1 + R_{t+2}^1)}{1 + R_t^3},$$

где  $R_t^n$  - ставка процента по n-дневному кредиту ( $n = 1,3$ ), полученному на рынке МБК в момент времени  $t$ .

На современных финансовых рынках при отсутствии риска арбитражные операции должны обеспечить близость отношения  $s$  к единице. Вводя в рассмотрение риск, мы переходим к несколько иной ситуации: коэффициент  $s$  будет принимать значения меньше единицы. В обычных условиях риск по трехдневным ссудам не очень значительно отличается от риска по однодневным ссудам, поэтому и отклонение  $s$  от единицы должно быть не очень значительным. В условиях кризиса ликвидности, когда предложение двухнедельных, недельных, а затем и трехдневных ссуд спазматически сокращается, процентные ставки по этим ссудам, по-видимому, перестают точно отражать изменившиеся условия рыночного спроса и предложения. Поэтому быстрый рост процентных ставок по самым краткосрочным (однодневным) ссудам приводит к тому, что арбитражное соотношение  $s$  в кризисных условиях может превысить единицу; вместе с тем резко возрастает амплитуда колебаний указанного соотношения.

На диаграмме 4 изображено фактическое движение коэффициента  $s$  - на протяжении 1996-1998 гг. Величина  $(i-s)$  более или менее плавно снижалась на протяжении 1996 г. - с 0,1% до 0,03%. Минимальных значений это отклонение достигает к началу осени 1997 г. - с июля по октябрь она составляла в среднем 0,015%. К этому времени рынок межбанковских кредитов, по-видимому, в наибольшей степени демонстрировал характеристику ликвидности.

С ноября 1997 г. отклонение  $(i-s)$  стало быстро увеличиваться; “дно” в понижаемом движении было достигнуто к июню<sup>20</sup>.

Вместе с тем с мая-июня 1998 г. обнаруживается скачкообразное увеличение дисперсии в движении  $s$ , свидетельствующее о серьезном обострении проблемы

---

<sup>20</sup> Еще более сильное падение демонстрировал коэффициент  $S$ , рассчитанный для ссуд сроком на 7-14 дней.



ликвидности. В этот период заемщикам приходилось сталкиваться со все более жестким ограничением кредитных лимитов.

На диаграмме 4 изображено фактическое движение коэффициента

*Диаграмма 4*



Политика "оздоровления" банковской системы, проводившаяся Центральным банком в 1996-1997 гг. неизменно исходила из того, что главным источником нестабильности системы служат "слабые" банки с недостаточным собственным капиталом. Количество банков, которые Центробанк к началу 1998 г. относил к числу проблемных, исчислялось сотнями, однако, на них приходилось менее 3% всех банковских активов. Между тем "спусковую пружину" кризиса 1998 г. в действительности привели в движение нестабильность вложений, осуществлявшихся нерезидентами и чрезмерная концентрация рисков, порожденная операциями крупнейших московских банков<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Оба указанных фактора, конечно, тесно связаны между собой: важнейшие операции иностранного капитала обслуживал довольно узкий круг столичных банков. К началу 1998 г. лишь около 130-140 банков смогли воспользоваться средствами, которые представляли нерезиденты, тогда как отношение привлеченных средств нерезидентов к банковским активам на протяжении 1997 г. увеличивалось с 5,5% до 9,4% (Матовников и др. 1998, стр. 91). Круг банков, заключивших срочные сделки на продажу валюты иностранным инвесторам, был совсем узким. Высокая степень концентрации указанных операций оборачивалась сильной концентрацией рисков. Вместе с тем, не малую роль в разрывании кризиса играли и "внутренние" источники нестабильности банковской системы, прежде всего крайняя несбалансированность (по валютам, по

С начала лета 1998 г. российские клиенты ряда крупнейших столичных банков все чаще сталкивались с задержками в осуществлении платежей. Однако, подлинно драматический характер события стали приобретать лишь тогда, когда обнаружилось, что многие из этих банков не в состоянии выполнить свои обязательства по контрактам, заключенным с нерезидентами (выше уже отмечались, например, случаи отказа столичных банков от платежей по срочным сделкам на продажу валюты). Примечательно, что в числе неплательщиков оказались "СБС-Агро", "Инкомбанк", "Российский кредит", занимавшие по размерам активов соответственно первое, второе и третье места в общем списке частных банков. На крупнейшие столичные кредитные учреждения приходился практически почти весь рост просроченной задолженности по предоставленным банкам валютным кредитам.

Вместе с тем, выявлявшиеся затруднения крупнейших кредитных учреждений, выступавшие в роли уполномоченных банков, ставили под угрозу не только платежеспособность многих частных партнеров<sup>22</sup>, но и текущие финансовые операции государства. Так к концу июля в крупнейших банках (СБС - Агро, Инкомбанк и др.) стала задерживаться основная часть налоговых платежей, поступающих государству. В начале августа "сбои" в системе платежей, осуществляемых через эти банки, приобрели критический характер<sup>23</sup>. Обнаружившаяся неспособность расчетных центров осуществлять свои функции в российской экономике, ощущалась, по-видимому, несколько менее драматично, чем в условиях развитого рыночного хозяйства: крупнейшие банки приостанавливали свои расчеты с клиентами в обстановке общего нарастания неплатежей и быстрого расширения сферы бартерных расчетов.

Таким образом, к концу июля - началу августа достаточно явственно обнаружались признаки острого финансового кризиса:

- быстрое нагромождение налоговых недоимок и "закупоривание" каналов движения налоговых поступлений в бюджет;

---

дюрации и т.д.) активных и пассивных операций крупнейших банков, стремительное нагромождение операционных рисков в связи с их активным участием в "залоговой приватизации", лихорадочным накоплением недвижимости, строительством престижных офисных зданий и т.п.

<sup>22</sup> Имитации в рамках эконометрических моделей наглядно показывают, насколько высока чувствительность современной системы платежей к возникающим в ней "сбоям" (см. McAndrews, Wasilyev 1995).

<sup>23</sup> Вследствие развертывавшегося кризиса в расчетах просто "застряло", по оценкам Центрального банка, до 40 млрд. руб. (см. "ЭКО" №1 1999, стр. 31).

- подрыв доверия к государственному кредиту, проявлявшийся в частности, в сильном падении курсов валютных государственных облигаций на мировых финансовых рынках и серьезных затруднениях в размещении новых рублевых правительственных бумаг (повторявшиеся отказы министерства финансов от аукционов по размещению ГКО-ОФЗ и др.);

- наиболее глубокое и затяжное за всю историю рынка частных ценных бумаг в посткоммунистической России падение курсов акций;

- переход от некоторого обострения проблем ликвидности к обнаружившейся неплатежеспособности значительного числа крупнейших банков, концентрирующих основную часть кредитных и расчетных операций;

- выход курса доллара за пределы официального коридора на рынках срочных сделок, усиливавшийся натиск на позиции рубля и стремительное уменьшение золотовалютных запасов Центрального банка;

Некоторую роль в формировании условий кризиса сыграли, конечно, внешние факторы. Речь идет прежде всего о влиянии кризиса, развернувшегося в Юго-Восточной Азии, на отлив иностранного капитала из России, а также о резком ухудшении условий торговли на протяжении 1998 года. И все же решающее значение как, по-видимому, следует из сказанного выше, играли внутренние факторы хозяйственного развития, особенно переплетение и взаимодействие кризисных процессов, развернувшихся в различных секторах российской финансово-кредитной системы. Именно взаимоусиление указанных процессов определяло размах и глубину кризисных потрясений.

Решения правительства и Центрального банка от 17 августа 1998 года практически означали завершающую стадию перехода многих крупнейших московских банков к неплатежеспособному состоянию. Последующий переход к режиму плавающих валютных курсов и быстрое обесценение рубля<sup>24</sup> означали увеличение выраженных в национальной валюте долларовых обязательств банков в 2,5-3,5 раза. Это ухудшало также качество выданных банками долларовых кредитов: все большая часть указанной задолженности оказалась просроченной.

Отказ правительства от платежей по своим обязательствам и провозглашение принудительной реструктуризации государственных бумаг заморозили резервы,

---

<sup>24</sup> Официальное признание такого перехода состоялось в начале сентября, и к 9 сентября курс доллара достиг 20,8 руб.

которые банки считали наиболее ликвидными<sup>25</sup>. Наряду с этим указанный шаг серьезно ухудшил финансовое положение многих банковских клиентов, породив новую мощную волну неплатежей.

Вместе с тем крушение наиболее развитого и до августа 1998г. безусловно, наиболее ликвидного рынка ценных бумаг - рынка ГКО-ОФЗ вызвало к жизни новую волну падения курсов акций на фондовом рынке. Средний дневной объем заключенных сделок во второй половине августа снизился до 6,5 млн. долл. (средний объем сделок за первые восемь месяцев 1998 года - около 52 млн. долл.). Фондовый индекс лишь за неделю, начинающуюся 17 августа упал на 29%. Это, в свою очередь, лишь увеличивало убытки, связанные с вложениями банков в частные ценные бумаги.

Установленный решением правительства и Центробанка мораторий на погашение внешних долгов российскими банками способствовал подрыву доверия иностранных клиентов к этим кредитным учреждениям. Наконец, конфликты между правительством и Центробанком<sup>26</sup>, а также смена правительства и руководства Центрального банка, последовавшая за этими решениями, нагнетали общую атмосферу неустойчивости; неопределенность политических и экономических перспектив лишь усиливала банковскую панику и натиск на национальную валюту.

На протяжении второй половины августа и сентября резко усилились процессы "дисинтермедиации" (уменьшения роли посредников) на финансовых рынках. Напуганные вкладчики пытались изъять свои вклады не только из частных коммерческих банков, но и из Сберегательного банка.

### *Таблица 3*

#### **Вклады физических лиц в коммерческих банках (включая Сбербанк)<sup>27</sup> в 1998г**

---

<sup>25</sup> Ряд крупных банков (Инкомбанк, Менатеп, Мост-банк, Альфа и др.) к этому времени, как отмечалось выше, почти полностью избавились от ГКО-ОФЗ в своем портфеле активов.

<sup>26</sup> В этой связи достаточно напомнить о том, как в разгар кризиса, когда особенно остро ощущалась нужда в согласованных действиях правительства и ? властей, Центральный банк арестовал счета министерства финансов (21 июля 1998г.)

<sup>27</sup> Депозиты до востребования в рублях включают остатки на счетах банковских карт и средства на счетах физических лиц-предпринимателей, которые в сумме оценивались в 3-4 млрд.руб.

	01.01.	01.02.	01.03.	01.04.	01.05.	01.06.	01.07.	01.08.	01.09.	01.10.	01.11.	01.12.
<b>В рублях, всего млрд.руб.</b>	141,6	146,5	150,3	154,6	157,8	158,5	156,9	151,8	136,4	125	124,8	127
<b>В валюте, всего млрд.руб. по тек. курсу</b>	н.д.	30,7	32,8	34,2	35	36,4	37,8	40,5	46,2	71,8	53,5	55

Источник: "Бюллетень банковской статистики" за соответствующие месяцы 1998 г.

Остатки вкладов физических лиц в коммерческих банках (кроме Сбербанка) продолжали уменьшаться вплоть до конца 1998г.: к концу ноября они составили 21,8 млрд.руб. против 39,2 млрд.руб. на конец июня, что означало уменьшение вкладов за пять месяцев на 44,4%. Лишь приостановка выдачи вкладов смогла сдержать натиск на банки.

Отзыв вкладов из банков означал резвый рост наличной валюты "на руках" у населения. Лишь за два месяца - сентябрь-октябрь 1998г. сумма наличных денег в обращении (агрегат M<sub>0</sub>) увеличилась почти на четверть. В условиях обесценения рубля и распространявшихся инфляционных ожиданий это неизбежно вело за собой стремительный взлет цен на потребительские товары. "Взрыв" инфляционной паники пришелся на период основного падения курса рубля по отношению к доллару: на протяжении одной недели - первой недели сентября - индекс потребительских цен взлетел вверх почти на 36%(!).

Особенно болезненным оказывался для банков отток долларовых вкладов. При пересчете данных банковских балансов по текущему официальному курсу выясняется, что на протяжении лишь месяца (август 1998г.) клиенты вывели из банков почти пятую часть своих долларовых вкладов. С июля по ноябрь 1998г. валютные вклады физических лиц в коммерческих банках (включая Сбербанк) также уменьшились примерно в два раза: с 6,5 млрд. долл. на 1 августа до 3,2 млрд. долл. на 1 декабря 1998г.

Один за другим банки оказывались вынужденными вводить все новые ограничения на выдачу вкладов. Центральный банк, публикующий аналитические группировки счетов кредитных организаций, с 1 февраля 1998г. стал публиковать данные об остатках по особой группе счетов: "Депозиты, доступ к которым временно ограничен". Есть основания полагать, что эта отчетность лишь частично отражала реальные ограничения, вводившиеся различными коммерческими банками. И все же сумма остатков на этом счету с 16 млрд. руб. на 1 августа увеличилась до

22,4 млрд.руб. на 1 сентября и до 31,7 млрд.руб. на 1 октября 1998г. (Бюллетень 1999 №1, стр.21). Заметим, что последняя цифра примерно на одну шестую превышает остаток вкладов населения на счетах всех коммерческих банков (кроме Сбербанка) на ту же дату. (Строго говоря, в рассматриваемых случаях фигурируют совокупности банков, различающиеся между собой, поэтому и упоминавшиеся показатели не совсем сопоставимы; и все же приведенные цифры могут свидетельствовать о том размахе, которого банковский кризис достиг к осени 1998г.)

Среди факторов, обусловивших особенно большой размах банковского кризиса, можно отметить и отсутствие системы страхования депозитов. Пытаясь хотя бы частично стабилизировать ситуацию, Центральный банк обеспечил вкладчикам ряда крупнейших банков возможность перевести свои средства в Сбербанк. В соответствии с соглашением из шести крупнейших банков переведено в Сбербанк 4,4 млрд. руб. (НИ 17.03.1999)<sup>28</sup>. Совокупные потери владельцев валютных вкладов, конвертировавшихся в рубли, при этом достигали 40-45% суммы вложенных средств.

## **5. Некоторые выводы**

Нынешний финансовый кризис, как явствует из сказанного, был подготовлен ухудшением фундаментальных характеристик, обнаруживающихся в ходе развития фондового и валютного рынков, банковской сферы и системы государственного кредита. В работе подчеркивается особая важность изучения указанных проблем с позиций общего равновесия. В ходе предшествующего анализа рассматривалась трехуровневая игра, участники которой выступают на рынке банковских операций, на рынке государственных ценных бумаг и на валютном рынке. Вступление финансово-кредитной системы во “взрывоопасную зону” в рамках такой модели означает, что, скажем, подрыв доверия к государственному кредиту и попытки вывода даже сравнительно небольшой части средств из страны могут повлечь за собой как банковскую панику, так и натиск на национальную валюту.

Авторы некоторых российских публикаций выводят современный финансовый кризис в России из резкого падения мировых цен на нефть и другие важнейшие предметы российского экспорта и/или связывают его с кризисом, разразившимся в Юго-восточной Азии. Указанные процессы безусловно прибавили большой

---

<sup>28</sup> В конце 1998 г. аналогичные возможности были предложены клиентам банка "Российский кредит".

драматизм кризисным процессам, развертывавшимся в российской экономике. И все же решающую роль сыграли, по-видимому, внутренние факторы хозяйственного развития. Именно переплетение и взаимоусиление кризисных процессов, развертывавшихся в различных секторах финансово-кредитной системы России определяли особый размах и глубину кризисных потрясений.

Кризис привел к прямому банкротству ряда “системообразующих” банков. Это относится, в частности, к “Инкомбанку”, “Империал”, “Токо-банку”. Многие другие крупнейшие банки, такие как “Российский кредит” или “Мосбизнесбанк”, хотя и не были лишены лицензии и провозглашены банкротами, также фактически приостановили свои операции в каждом из упомянутых случаев речь идет о кредитных учреждениях, имевших в начале 1998 г. наиболее высокий рейтинг надежности среди частных банков. Доверие вкладчиков к большинству банков оказалось подорванным. Каковы перспективы выхода из кризиса и дальнейшего развития российской банковской системы? Что могли бы предпринять правительство и Центральный банк для того, чтобы ограничить размах последующих банковских и валютных кризисов и смягчить их последствия для основной массы населения?

Поиски ответов на эти вопросы, равно как и обнаружившиеся сегодня последствия банковского кризиса могли бы, как представляется, стать предметом дальнейших исследований в данной сфере.

## Литература

- «Бюллетень банковской статистики». Банк России.  
М.Делягин. «Экономика неплатежей». М.1998.  
М.Матовников, Л.Михайлов, Л.Сычева, Е.Тимофеев. «Российские банки: 10 лет спустя». Мак-центр, 1998.  
С.Николаенко. Личные сбережения населения. «Экономический журнал Высшей школы экономики», 1998 № 4, стр.500-507.  
НИ («Новые известия»).
- Развитие российского финансового рынка на новые инструменты привлечения инвестиций». ИЭППП, Москва, 1998.  
С.Синельников. «Бюджетный кризис в России. 1985-1995 годы». «Евразия». М, 1995.  
Н.Шмелев. Неплатежи – проблема номер один российской экономики – «Вопросы экономики», 1997 №4.  
«ЭКО»  
«Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1991-1997», Москва, 1998.  
«Экономико-политическая ситуация в России». ИЭППП.  
А.Яковлев. «О причинах бартера, неплатежей и уклонения от уплаты налогов в российской экономике». Рукопись, М, 1999.
- C.Avery, P.Zemsky. Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets. «American Economic Review», 1988, pp.724-748.  
L.Ball, D.Elmendorf, G.Mankiw. «The Deficit Gamble». National Bureau of Economic Research Working Paper 5015. Cambridge, Mass. February 1995.  
B.Bernanke, A.Blinder. Credit, Money and Aggregate Demand. - «American Economic Review», 1988, pp. 435-439.  
A.Bohn. The Sustainability of Budget Deficits with Lump-Sum and with Income-Based Taxation. - «Journal of Money, Credit and Banking». August 1991, Part 2, pp. 580-604.  
G.Calvo, F.Coricelli. «Inter-enterprise Arrears in Economies in Transition». Mimeo. 1996.  
G.Calvo, F.Coricelli. Monetary Policy and Interenterprise Arrears in Post-Communist Economies. Theory and Evidence. «Policy Reform». 1996, pp. 3-24.  
G.Calvo, J.Frenkel. Credit Markets, Credibility and Economic Transformation. - «Journal of Economic Perspectives». 1991, pp. 139-148.  
G.Calvo, M.Kumar. Money Demand, Bank Credit and Economic Performance in Former Socialist Economies. «IMF Staff Papers» 1993 № 1.  
H.Cole, T.Kehoe. «Self-Fulfilling Debt Crises». Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 211. Minneapolis January 1998.  
P.Conway. «Saving in Transition Economies». Mimeo. World Bank. Washington 1995.  
A.Devenow, I.Welch. Rational Herding in Financial Economics. - «European Economic Review», 1996, pp. 603-615.  
D.Diamond, P.Dybvig. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. - «Journal of Political Economy», 1983, pp. 401-419.  
R.Flood, N.Marion. «Speculative Attacks: Fundamentals and Self-Fulfilling Prophecies». National Bureau of Economic Research Working Paper 5789. Cambridge, Mass 1996.



S.Grossman, J.Stiglitz. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. - «American Economic Review», June 1980.

B.Ickes, R.Ryterman. The Inter-Enterprise Arrears Crisis in Russia. - «Post-Soviet Affairs» 1992, pp. 331-361.

C.Jacklin, S.Bhattacharya. Distinguishing Panics and Information-Based Bank Runs: Welfare and Policy Implication. - «Journal of Political Economy», 1988, pp. 568-592.

G.Kaminsky, S.Lizondo, C.Reinhart. Leading Indicators of Currency Crises. - «IMF Staff Papers», 1998, pp. 1-48.

P.Krugman. A Model of Balance-of-Payments Crises. - «Journal of Money, Credit and Banking», 1979, pp. 311-325.

G.Mankiw. The Allocation of Credit and Financial Collapse. - «Quarterly Journal of Economics», 1986, pp. 455-470.

J.McAndrews, G.Wasilyev. «Simulations of Failure in a Payment System». Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Papers. Philadelphia 1995.

M.Obstfeld. The Logic of Currency Crises. - «Cahiers Economiques et Monetaires». Bank de France Pais, 1994, pp. 189-213.

M.Obstfeld, K.Rogoff. The Mirage of Fixed Exchange Rates. - «Journal of Economic Perspectives», 1995, pp. 73-96.