

*А. ИЛЛАРИОНОВ,
директор Института экономического анализа*

УПУЩЕННЫЙ ШАНС.
*Почему финансовая стабилизация
не состоялась в 1995 году**

**Правительственный план
и его основные результаты**

Осенью 1994 г. российское правительство поставило перед собой цель во что бы то ни стало добиться в 1995 г. финансовой стабилизации. Эта цель приобретала особенное политическое значение из-за предстоявших парламентских и президентских выборов. Согласно правительственным планам, годовые темпы инфляции (декабрь 1995 г. к декабрю 1994 г.) должны были снизиться до 27-30%. Для реализации этих планов, казалось, существовали все необходимые предпосылки.

За годы становления в России рыночной экономики органами власти был накоплен бесценный опыт по овладению важнейшими инструментами государственной экономической политики. Понимание основных макроэкономических закономерностей стало более глубоким. Правительство извлекло ряд уроков как из собственных ошибок, так и из неудач своих предшественников.

В конце 1994 г. руководителями ключевых экономических ведомств - Министерства финансов, Министерства экономики, Центрального банка - стали соответственно В. Пансков, Е. Ясин, Т. Парамонова, в целом придерживавшиеся близких взглядов на проблемы экономической политики и на инструменты ее проведения. Из наиболее квалифицированных сотрудников правительства и неправительственных экспертов была сформирована имевшая высокий официальный статус Комиссия по экономической реформе, начавшая работу по обеспечению макроэкономических и технических аспектов финансовой стабилизации.

Руководителем всей правительственной команды, нацеленной на достижение финансовой стабилизации, стал А. Чубайс, административный статус которого был повышен до первого заместителя председателя правительства. Он же возглавил Комиссию по ценным бумагам при президенте РФ, Комиссию по кредитной политике и Комиссию по неплатежам правительства РФ, а также стал Управляющим от Российской Федерации в МВФ и Всемирном банке, ответственным за взаимоотношения с этими международными финансовыми организациями.

Для обеспечения финансовой стабилизации были приняты важные решения. Во-первых, утвержденный Государственной думой 10 марта 1995 г. закон о федеральном бюджете предусматривал существенное

* В обработке статистических данных принимали участие сотрудники ИЭА В. Александрова, М. Макина и Н. Пивоварова.

по сравнению с 1994 г. сокращение бюджетного дефицита. Во-вторых, тот же закон запрещал использование эмиссионных кредитов Центрального банка для финансирования правительства. В-третьих, в марте 1995 г. МВФ согласился на предоставление России резервного кредита в размере 6,5 млрд. долл., что обеспечивало неэмиссионное покрытие значительной части бюджетного дефицита. Таким образом, шанс на достижение финансовой стабилизации в 1995 г. был вполне реальным.

Во второй половине 1995 г. явственно обозначились первые результаты проводившейся экономической политики. Наиболее значимыми ее успехами стали следующие.

Снижение месячных темпов инфляции. Они упали с 17,8% в январе до 3,2% в декабре 1995 г. - самого низкого уровня с сентября 1991 г.

Стабилизация валютного курса рубля, которой в немалой степени способствовало установление 6 июля 1995 г. валютного "коридора". После падения в конце апреля до нижней точки (5130 руб. за доллар) курс рубля до середины августа рос, причем особенно интенсивно в июне. За четыре месяца (май-август) повышение номинального курса рубля составило 14%, а реального - с учетом продолжавшейся внутренней инфляции - свыше 26%. И хотя затем курс рубля постепенно снижался, все же к концу декабря 1995 г. доллар стоил на ММВБ 4640 руб., то есть столько же, сколько и в середине марта.

Накопление значительных валютных резервов. К концу 1995 г. по сравнению со временем валютного кризиса в январе 1995 г. чистые международные резервы Российской Федерации возросли в 8,5 раза, достигнув 7,8 млрд. долл., а валовые - почти 17 млрд. долл. Объем валовых международных резервов стал достаточен для того, чтобы профинансировать весь импорт страны в течение 2,8 месяца.

Стабилизация реального производства. По данным правительства, с мая 1995 г. объем промышленного производства с учетом сезонного выравнивания стабилизировался.

Не опровергая очевидных фактов действительно относительного улучшения экономической ситуации в течение года, в то же время нельзя не обратить внимание на то, что фактические результаты оказались существенно скромнее тех, которые правительство планировало достичь. Поэтому говорить о свершившейся стабилизации по крайней мере было преждевременно. В самом деле, практически каждый из упомянутых фактов может быть интерпретирован и с иной точки зрения.

1. Снижение темпов инфляции в 1995 г. по сравнению с 1994 г. очевидно. Однако, во-первых, оно произошло лишь в последнюю треть года, в то время как в январе-августе динамика инфляции практически полностью повторила динамику 1994 г. Во-вторых, годовой уровень инфляции (декабрь 1995 г. к декабрю 1994 г.), хотя и снизился по сравнению с предыдущим годом и составил 131% вместо 214%, но все же в несколько раз превысил уровень, запланированный правительством на 1995 г. (27-30%). Среднемесячные темпы инфляции в течение года (7,2%) также оставались весьма высокими по любым критериям. В-третьих, среднемесячные темпы инфляции во второй половине

1995 г. вместо 1,5%, намечавшихся денежной программой правительства, согласованной с МВФ, фактически составили втрое больше - 4,5%. Наконец, эти среднемесячные темпы оказались лишь немногим ниже того уровня инфляции, который был зафиксирован в августе 1994 г. накануне нынешней попытки финансовой стабилизации (4,6%). Поэтому к концу 1995 г. произошло, строго говоря, лишь возвращение к той относительной стабилизации, которая была разрушена действиями этого же правительства летом 1994 г.

2. В 1995 г., безусловно, замедлились темпы падения валютного курса рубля, но полностью снижение не прекратилось. Вместе с тем среднегодовой уровень валютного курса в 1995 г. оказался в два с лишним раза ниже, чем в 1994 г., составив соответственно 4563 и 2144 руб., что не позволяет говорить о стабилизации валютного курса.

3. Валютные резервы России действительно возросли, однако одновременно с этим увеличился и ее внешний долг. Только задолженность правительства Международному валютному фонду повысилась за год более чем вдвое - с 4,2 млрд. до 9,1 млрд. долл.

4. По сравнению с предыдущими годами промышленный спад, несомненно, замедлился, но не остановился. По официальным данным Госкомстата РФ, уровень промышленного производства в 1995 г. по сравнению с предыдущим годом снизился на 3,3%, а по крупным и средним предприятиям (по которым существует наиболее достоверная статистика) - на 4,7%. При устранении сезонной составляющей величина спада представляется еще более значительной: уровень декабря 1995 г. отстает от уровня января 1995 г. на 7,7%. По какому бы критерию ни оценивать динамику промышленного производства, говорить о наступлении его стабилизации в 1995 г. не представляется возможным.

Кроме того, некоторое улучшение ситуации в одних сферах сопровождалось существенным ухудшением в других. За те результаты, которые действительно были достигнуты, была уплачена весьма высокая экономическая и социальная цена.

Чтобы наиболее объективно и взвешенно оценить все произошедшее в 1995 г., следует обратиться к анализу того, в какой степени была достигнута важнейшая цель экономической политики, сформулированная правительством, - финансовая стабилизация.

Под финансовой стабилизацией понимается снижение темпов инфляции до уровня 40% годовых или же в крайнем случае до уровня 2,8% ежемесячно в течение как минимум 6-8 месяцев. Почему именно эти цифры можно считать количественными критериями финансовой стабилизации?

Во-первых, именно этот уровень является критическим для начала экономического роста. На примере развития более 130 государств мира в 1960-1992 гг. М. Бруно и В. Эстерли в ряде своих работ показали, что устойчивый экономический рост сохраняется, как правило, в том случае, если темпы ежегодной инфляции не превышают 40%. При превышении этого уровня инфляции экономический рост, как правило, прекращается. Аналогичное исследование результатов

развития более 30 стран с переходной экономикой в 1989-1995 гг., проведенное Институтом экономического анализа, позволяет сделать те же выводы.

Во-вторых, при падении инфляции до такого уровня и ниже, как правило, прекращается сокращение спроса на национальные деньги и начинается его рост. В результате повышается уровень монетизации экономики. Именно при таком уровне инфляции практически прекращается рост скорости денежного обращения и начинается ее снижение. Замедление скорости денежного обращения само по себе является своеобразным “встроенным” фактором дальнейшего уменьшения темпов инфляции.

Годовой уровень инфляции в России в 1995 г. составил 131%, что более чем втрое превышает 40% - показатель, минимально необходимый для признания финансовой стабилизации состоявшейся. Ни в один месяц 1995 г. темпы инфляции не опускались ниже 3,2%. В течение полугода самые низкие темпы инфляции удерживались на среднем уровне 4,5% в месяц, что более чем в полтора раза превышает ежемесячный критерий достижения финансовой стабилизации в 2,8%. Таким образом, с точки зрения минимально допустимых критериев финансовая стабилизация в России в 1995 г. не состоялась. Вполне реальный шанс на ее достижение, существовавший в начале года, в конце концов оказался упущенным.

Почему правительственный план, разработанный и осуществляемый весьма квалифицированными специалистами, план, поддержанный интеллектуально и материально международными финансовыми организациями, план, в целом выполненный, а в некотором отношении даже и перевыполненный, в итоге все же не привел к достижению заветной цели? Почему в отличие от подавляющего большинства стран, где в результате достижения финансовой стабилизации жизненный уровень населения по крайней мере не падал, а в некоторых даже заметно рос, в России в 1995 г. отмечалось существенное падение всех показателей реального потребления?

Бюджетная политика правительства

Государственные доходы. В 1995 г. правительству удалось сохранить поступление доходов федерального бюджета практически на уровне предыдущего года - 13,4% ВВП. Однако структура полученных бюджетом доходов существенно ухудшилась.

Доля налоговых доходов федерального бюджета сократилась с 11,54 до 10,28% ВВП. Причем это снижение явилось результатом действия двух противоположных тенденций. С одной стороны, заметно увеличились поступления от налога на добавленную стоимость - с 3,89 до 4,26% ВВП и от акцизов - с 0,73 до 1,07% ВВП, что свидетельствовало о повышении акциза на газ. С другой - упали поступления от налога на прибыль - с 2,81 до 2,47% ВВП, что отражало ухудшение финансового состояния большинства предприятий страны. Особенно существенно снизились поступления от экспортно-импортных пошлин

- с 3,11 до 1,46% ВВП, что свидетельствовало о масштабе предоставленных льгот и привилегий отдельным участникам внешнеторговой деятельности.

Значительный недобор налоговых доходов в полной мере был компенсирован неналоговыми поступлениями. Они возросли с 0,98 до 2,43% ВВП. Однако их структура также изменилась по сравнению с предыдущим годом. Доходы от федеральной собственности (в основном прибыль Центрального банка, перечисляемая в бюджет) снизились с 0,26 до 0,23% ВВП, в то время как доходы от приватизации подскочили с 0,02 до 0,21% ВВП. При этом до ноября 1995 г. объем доходов от приватизации оставался на уровне показателей 1994 г. - 0,02% ВВП.

Ситуация радикально изменилась в ноябре-декабре 1995 г., когда серия залоговых аукционов обеспечила поступление в федеральный бюджет 3 трлн. руб., или 0,83% ВВП этих двух месяцев. Вместе с тем общая сумма средств, полученных от приватизации в 1995 г. - 3,4 трлн. руб., оказалась втрое меньше величины, заложенной в закон о бюджете.

Правительство, установившее мало реальную величину доходов от приватизации в размере 9 трлн. руб., в итоге оказалось заложником своих собственных решений. Чтобы выполнить установленный план, ему в конечном счете пришлось пойти на существенное занижение цен продаваемых и закладываемых объектов государственной собственности, на небезупречные в юридическом и нравственном отношении залоговые аукционы.

На фоне относительной стабильности в поступлениях доходов федерального бюджета произошло резкое сокращение доходов местных бюджетов. После нескольких лет постоянного возрастания их доли в ВВП - с 14,8 до 18,0% в 1995 г. этот показатель уменьшился до 14,2%, то есть даже до более низкого уровня, чем в 1992 г. Доля местных бюджетов в доходах консолидированного бюджета была сокращена с 57,4 до 51,4%. В целом же доходы консолидированного бюджета относительно ВВП сократились с 31,4 до 27,6%. Одновременно произошло знаменательное снижение доходов внебюджетных фондов - с 9,6 до 7,0% ВВП. В результате доля доходов всей бюджетной системы Российской Федерации в ВВП сократилась с 41,0 до 34,6%.

Такое существенное ослабление реального налогового бремени произошло впервые за последние 4 года. Важнейшими причинами, приведшими к столь беспрецедентным результатам, явились, очевидно, не только целенаправленные действия правительства по уменьшению экономического бремени государства, возложенного на общество, но и плохо контролировавшаяся раздача властями разнообразных налоговых льгот и привилегий, а также возросшее по своим масштабам уклонение от уплаты налогов. Неспособность государственных органов обеспечивать сбор налогов нашла свое отражение в постоянном росте объема недоимок в бюджеты всех уровней.

Снижение уровня фискальных изъятий в ВВП должно быть признано одним из наиболее значимых достижений российского правительства в 1995 г.

Государственные расходы. В 1995 г. правительство продолжило сокращение расходов по наименее эффективным статьям. Заметно были снижены расходы относительно ВВП на экономику (прежде всего субсидии) - с 3,22 до 2,03%, на оборону (по крайней мере согласно официальным данным) - с 4,66 до 2,87%, на правоохранительную деятельность и прокуратуру - с 1,77 до 1,16%, на управление - с 0,63 до 0,27%, на предупреждение чрезвычайных ситуаций - с 0,21 до 0,15%. Особенно радикальному сокращению были подвергнуты трансферты местным бюджетам - с 6,14 до 1,76% ВВП.

Наряду с этим продолжалось сокращение расходов и по социальным статьям. Расходы на социально-культурную сферу были уменьшены с 1,57 до 0,90% ВВП, на науку - с 0,49 до 0,29% ВВП. Кроме того, по ряду статей произошло увеличение затрат. Расходы на обеспечение международной деятельности выросли с 0,77 до 1,30% ВВП, хотя вместе с тем они и не достигли уровня 1992-1993 гг. Незначительно возросли затраты на проведение мероприятий социальной политики - с 0,18 до 0,23% ВВП и из-за постоянного роста государственного внутреннего и внешнего долга существенно увеличились расходы на его обслуживание и оплату - с 1,84 до 2,31% ВВП.

В целом правительству удалось резко сократить расходы федерального бюджета - с 24,6 до 17,1% ВВП, или на 33% в реальном измерении. Одновременно с этим расходы местных бюджетов были снижены с 17,6 до 14,5% ВВП. В результате общие расходы консолидированного бюджета были уменьшены более чем на 10 процентных пунктов ВВП - с 42,2 до 31,6%. Параллельно с этим сократились расходы внебюджетных фондов - с 9,2 до 6,8% ВВП, в то время как квазигосударственные расходы в виде предоставления Центральным банком целевых кредитов и кредитов государствам рублевой зоны не осуществлялись вовсе.

В итоге в 1995 г. произошло самое крупное после 1993 г. сокращение расходов всей бюджетной системы страны относительно ВВП - с 52,9 до 38,5%. Существенное снижение бремени общих государственных расходов (на 30% в реальном измерении) следует признать одним из крупнейших достижений правительственной политики 1995 г.

Однако важнейшим инструментом снижения государственных расходов стали не реформы в соответствующих сферах, призванные устанавливать в них новые юридические и экономические правила и процедуры, а волевое сокращение финансирования различных статей, дополненное к тому же задержками с перечислением уже утвержденных сумм. Понятно, что такая политика вызывала резко негативную реакцию у всех получателей средств из бюджета. Но самое главное - она не могла гарантировать устойчивость и стабильность своего существования в случае изменений политического климата в стране.

Дефицит государственного бюджета и его финансирование. Государственный долг. В результате опережающего снижения государственных расходов по сравнению с государственными доходами размеры дефицитов бюджетов различных уровней бюджетной системы также были резко уменьшены. Итоговый дефицит федерального

бюджета в 1995 г. составил 3,7% ВВП по сравнению с 11,2% в 1994 г., дефицит консолидированного бюджета - 4,0% ВВП по сравнению с 10,8% в 1994 г., дефицит сводного бюджета (равно как и дефицит расширенного правительства) - 3,8% ВВП по сравнению с 11,9%. Значительное снижение размеров дефицита государственного бюджета сделало возможным его финансирование за счет неинфляционных источников.

Однако к осуществлению такого курса правительство окончательно приступило лишь во второй половине 1995 г. В первой же половине года правительство проводило довольно компромиссную бюджетную политику. Хотя дефицит бюджета в январе-июне был существенно сокращен - до 4,4% ВВП, к его финансированию привлекались как эмиссионные, так и неэмиссионные источники. В I квартале правительство получило прямой кредит Центрального банка в размере 3,5 трлн.руб. Кроме того, за счет чистого превышения эмиссии казначейских обязательств над их погашением Министерство финансов профинансировало расходы на 4,3 трлн.руб.

Сохранение относительно высокой инфляции, превышавшей ориентиры денежной программы, согласованной с МВФ, заставило правительство с середины 1995 г. перейти к действительно жесткой бюджетной политике. Во второй половине года дефицит федерального бюджета был сокращен до 3,4% ВВП, причем в июле - до 1,5%, а в августе правительству удалось добиться даже небольшого профицита. Кредит Центрального банка, предоставленный правительству в феврале, к октябрю был полностью возвращен. Чистое квази-эмиссионное финансирование бюджета за счет выпуска казначейских обязательств Министерства финансов также прекратилось в середине лета, и объемы погашения КО с августа начали превышать их новую эмиссию.

Основными источниками финансирования дефицита бюджета стали средства от размещения на внутреннем рынке государственных ценных бумаг - ГКО, ОФЗ и ОГСЗ, а также внешние кредиты, преимущественно международных финансовых организаций. По сравнению с предыдущими годами роль обоих источников существенно возросла. Если общий объем ресурсов, полученных бюджетом от размещения государственных ценных бумаг на рыночных условиях, составил в 1993 г. 0,11% ВВП, в 1994 г. - 1,13, то в 1995 г. - 1,75%. Объем внешних кредитов поднялся с 0,75% ВВП в 1993 г. и 0,99% в 1994 г. до 2,34% в 1995 г.

Неизбежной платой за это стал быстрый рост внутреннего государственного долга. Эмиссия новых государственных ценных бумаг за год достигла 160 трлн. руб. Объем рынка ГКО-ОФЗ возрос с 10,3 трлн. до 68,8 трлн. руб., или почти в 7 раз. В результате государственный долг, оформленный этими бумагами, за один год увеличился с 1,0 до 3,3% ВВП. В сентябре-ноябре 1995 г. он возрастал на 0,3-0,4 процентного пункта ВВП ежемесячно.

В силу того, что львиную долю внутреннего долга составляли бумаги с 3-месячным сроком погашения, объем ресурсов, необходимых для ежемесячного погашения накопленных обязательств, повысился

в течение года с 2,2 трлн. до 13,8 трлн. руб. Поскольку все большая часть вновь привлеченных ресурсов шла не на дополнительное финансирование государственного бюджета, а на оплату накопленных к этому времени обязательств, существенно снизилась бюджетная эффективность заимствований на финансовом рынке. Если в декабре 1994 г. отношение чистых доходов бюджета к ресурсам, направляемым на погашение накопленного долга, составляло 0,82, то год спустя - уже 0,20. Таким образом, если в декабре 1994 г. получение 1 рубля доходов в бюджет требовало погашения предыдущих обязательств на 1,22 руб. и размещения новых обязательств на 2,22 руб., то в декабре 1995 г. необходимо было погасить обязательств уже на 5,09 руб. и разместить новые ценные бумаги на 6,09 руб.

Так как пирамида государственного долга, построенная в основном из трехмесячных обязательств, весьма неустойчива, Министерство финансов предпринимало специальные меры по увеличению среднего срока своих долговых обязательств. За счет интенсивного выпуска более "длинных" бумаг, прежде всего ОФЗ, ему удалось в течение года заметно изменить структуру обращающегося государственного долга и увеличить его средний срок до погашения. Доля трехмесячных бумаг была сокращена с 70,5% в декабре 1994 г. до 59,5% в декабре 1995 г., в то время как удельный вес бумаг со сроком действия год и более увеличился с 2,1% до 10,1%. В итоге средний срок обращающихся ценных бумаг возрос с 4,01 до 4,82 месяца.

Предоставление Международным валютным фондом резервного кредита, часть которого - более 5 млрд. долл. - была получена в 1995 г., привело к удвоению текущей задолженности Министерства финансов своим внешним кредиторам. Задолженность России Международному валютному фонду возросла с 4,2 млрд. до 9,1 млрд. долл.

В результате активного наращивания заимствований на финансирование государственного бюджета как у национальных, так и у зарубежных кредиторов общая величина государственного долга России в течение 1995 г. заметно возросла. Внутренний государственный долг увеличился за год с 88,4 трлн. до 202,9 трлн.руб. Внешний государственный долг в течение 1995 г. повысился с 119,9 млрд. до 124,0 млрд. долл. Однако относительно ВВП размеры государственного долга даже несколько снизились, тем самым была продолжена тенденция предыдущих лет.

Причины такой динамики по отдельным компонентам государственного долга различны. Уменьшение величины внешнего долга относительно ВВП объясняется продолжающейся реальной ревальвацией рубля, приведшей к соответствующему увеличению размеров ВВП в долларовом измерении, которая пока еще опережает номинальный рост внешнего долга. Уменьшение же относительной величины внутреннего долга объясняется тем, что его большая часть (за исключением части, оформленной в ГКО и ОФЗ) была размещена у резидентов (населения и Центрального банка) на нерыночных условиях - по ставкам, намного меньшим, чем рыночные, а зачастую и вообще без начисления каких бы то ни было процентов. В условиях высокой инфляции значительная часть этого принудительного долга была

практически обесценена, отчего заметно выиграло государство и проиграло его кредиторы.

Однако возможности государства продолжать такую практику близки к исчерпанию. С одной стороны, реальный курс рубля к концу 1995 г. существенно приблизился к уровню среднесрочной устойчивости, и его дальнейшая ревальвация в значительных масштабах маловероятна. С другой - в рыночной экономике возможности привлечения крупных финансовых ресурсов на нерыночных условиях весьма ограничены. Это означает, что продолжение той же политики заимствований в 1996 г. неизбежно приведет к возрастанию размеров государственного долга не только в номинальном и реальном выражении, но и относительно ВВП.

Подводя итоги деятельности правительства по достижению финансовой стабилизации в 1995 г., необходимо отметить следующее. Несмотря на наличие в его действиях ряда ошибок, на высокую цену, уплаченную за неэмиссионное финансирование бюджетного дефицита, в целом правительственная политика отвечала поставленным задачам и при прочих равных условиях могла бы привести к достижению реальной финансовой стабилизации, которая, однако, не наступила. Для того чтобы понять, почему это произошло, проанализируем политику Центрального банка.

Политика Центрального банка

По сравнению с предыдущими годами 1995 год отличался существенным замедлением кредитной экспансии главного банка страны. Темпы прироста всех активов Центрального банка упали с 201% в 1994 г. до 49% в 1995 г., в том числе чистых внутренних активов - с 275 до 11%. Весь прирост активов Центрального банка уменьшился с 12,7% ВВП в 1994 г. до 3,9% в 1995 г.

Одновременно произошли глубокие изменения в структуре его активов. По итогам прошедшего года чистое кредитование зарубежных государств и коммерческих банков не осуществлялось. Удельный вес кредитов правительству (включая покупку на вторичном рынке государственных ценных бумаг) уменьшился с 69,2% в 1994 г. до 19,1% в 1995 г. В то же время львиную долю активов составили затраты на увеличение чистых международных резервов. Их удельный вес вырос с 18,0% в 1994 г. до 84,8% в 1995 г.

Кредитование правительства. В отличие от предыдущих лет прямые кредиты Центрального банка правительству предоставлялись в ограниченном количестве. Кредит на преодоление кассового разрыва, выданный в I квартале 1995 г., не превысил 1,5% ВВП. В течение года этот кредит был полностью выплачен, так что чистая задолженность правительства Центральному банку по кредитам 1995 г. к концу года стала равняться нулю.

Совсем другая картина сложилась с непрямым финансированием Центральным банком правительства путем приобретения государственных ценных бумаг на вторичном рынке. Портфель государственных

обязательств в распоряжении Центрального банка увеличился с 0,15% ВВП в январе до 0,72% в ноябре. При этом максимальные темпы прироста объемов портфеля государственных ценных бумаг наблюдались в ноябре. Тогда Центральный банк купил их на сумму 3,8 трлн. руб., что равнялось 2,1% месячного ВВП. Следовательно, по крайней мере половина ноябрьского дефицита федерального бюджета в 4,2% ВВП была профинансирована не коммерческими банками, а Центральным банком.

В целом общее кредитование правительства Центральным банком в течение 1995 г. по всем каналам составило 0,74% ВВП. Следовательно, хотя кредитование правительства Центральным банком по своим масштабам радикально уменьшилось, оно не прекратилось полностью. Изменилась его форма: место относительно дешевых для правительства прямых кредитов заняло гораздо более дорогое финансирование через механизм государственного долга.

Кредитование коммерческих банков. В первой половине 1995 г. Центральный банк существенно ужесточил свою политику по отношению к коммерческим банкам. Чтобы ослабить спекулятивные атаки на рубль, Банк 6 января повысил ставку рефинансирования до 200% годовых. Однако после стабилизации положения на валютном рынке она не была снижена. На этом уровне ставка удерживалась до 15 мая, когда она была уменьшена на символическую величину - до 195%. 18 июня состоялось следующее снижение ставки - до уровня 180%, на котором она сохранялась до конца октября. С 24 октября она была вновь понижена до 170%, а с 1 декабря - до 160%.

Поскольку в течение года происходило постепенное и довольно заметное снижение темпов инфляции, ставка рефинансирования оказалась искусственно удерживаемой на весьма высоком, по сути дела, запретительном для коммерческих банков уровне. С мая по декабрь ее реальное (с поправкой на темпы инфляции) значение составляло от 7 до 10% в месяц. Вместе с тем даже по такой высокой ставке получить кредит было невозможно из-за отсутствия рыночного механизма автоматического рефинансирования коммерческих банков, временно попавших в сложное положение. Кредитные аукционы, проводившиеся по усложненной административной схеме, такую роль выполнить не могли.

В дополнение к этому весной 1995 г. Центральный банк принял решение о существенном повышении резервных требований по рублевым и долларovým депозитам. Несмотря на энергичные протесты банков, эти нормативы не были скорректированы, и с начала мая коммерческие банки вынуждены были повысить расходы на выполнение этих требований. За один только май величина обязательных резервов коммерческих банков была увеличена на 15,5% и в июле - еще на 16%.

Ужесточение политики Центрального банка по отношению к коммерческим банкам нашло свое отражение в резком сокращении объемов их кредитования. Если в марте 1995 г. кредиты Центробанка коммерческим банкам составляли более 2% ВВП, то в мае они не достигали и 0,6%, а с июня и до конца года их величина стала отри-

цательной. В июне началось абсолютное сокращение задолженности банковской системы Центральному банку. За июнь она уменьшилась на 15%, за июль - еще на 22%. Резкое падение доходности операций на валютном рынке в связи с ростом курса рубля и падением курса доллара в июне привело к резкому сокращению свободных остатков коммерческих банков на корреспондентских счетах в Центральном банке. В результате только за июль отношение средств на корсчетах к депозитам снизилось более чем в полтора раза - с 19,5 до 12,6%.

Для каждого, кто знал об этой динамике в июле-начале августа 1995 г., было ясно, что банковская система находится на пороге острого кризиса. Поэтому то, что произошло 23-24 августа на рынке межбанковских кредитов, не было случайным. Неспособность ряда операторов на рынке МБК расплатиться с кредиторами, приведшая к цепочке неплатежей, острому дефициту денежных ресурсов и взлету однодневных процентных ставок до 1000%, была вызвана не только и не столько рискованными операциями отдельных банков, ошибками банковского менеджмента в управлении структурой банковских активов. Банковский кризис в августе во многом оказался спровоцированным политикой самого Центрального банка. "Вклад" последнего в подготовку и развитие кризиса может быть назван тройким.

Во-первых, именно ужесточение кредитной политики непосредственно привело к ухудшению финансового положения всей банковской системы. Во-вторых, будучи единственным органом, обладавшим накануне кризиса полной и исчерпывающей информацией о ситуации в денежной сфере, Центральный банк не предпринял ничего, чтобы его предотвратить. В-третьих, располагая соответствующей информацией и не собираясь действовать, Центробанк не сделал эту информацию общественно доступной, знакомство с которой могло бы насторожить участников рынка и помочь им предпринять необходимые предупредительные шаги. Справедливости ради следует отметить, что после того как кризис разразился, Центральный банк сделал необходимые шаги для спасения банковской системы, хотя к публикации важнейших индикаторов денежной статистики так и не приступил.

В целом кредитование коммерческих банков Центральным банком в 1995 г. оказалось отрицательным. Задолженность ему со стороны банковской системы была уменьшена на 0,09% ВВП и потому источником поддержания инфляции служить не могла.

Накопление международных резервов. В отличие от весьма сдержанной политики в отношении правительства и очень жесткой по отношению к коммерческим банкам валютная политика Центробанка в 1995 г. отличалась особенной экспансивностью. После январского валютного кризиса, во время которого Центробанк использовал свыше 1,7 млрд. долл. в качестве интервенций для защиты рубля, он приступил к прямо противоположной политике. С конца января до конца года Центральный банк настойчиво проводил политику искусственного занижения национальной валюты.

Участвуя в операциях на биржевом и внебиржевом валютных рынках не валютными, а рублевыми интервенциями, Центральный банк добивался снижения валютного курса рубля относительно уровня

его среднесрочного рыночного равновесия. В феврале среднемесячный валютный курс был снижен на 11,3%, в марте - на 13,3, в апреле - еще на 5,5%. Поскольку предлагавшийся таким образом валютный курс был существенно занижен по сравнению с рыночным, коммерческие банки начали продавать валюту: примерно по миллиарду долларов ежемесячно в феврале и марте. В результате начался быстрый рост официальных валютных резервов.

Наиболее энергично сброс валютных активов коммерческими банками, с одной стороны, и рост официальных валютных резервов, с другой - происходили во II квартале 1995 г., когда Центробанк скупил 6,2 млрд. долл. Своего пика валютная "лихорадка" достигла в мае, когда валютный курс был искусственно снижен до 5130 руб. за доллар. В этом месяце Центральный банк увеличил валютные резервы на 2,6 млрд. долл., в качестве эквивалента эмитировав в экономику 13,4 трлн. руб., что превысило 11% объема ВВП в мае. В результате среднемесячные темпы прироста денежной массы, сохранявшиеся в I квартале на умеренном уровне - в 3,3%, во II квартале подскочили до 13,5%.

Однако и во второй половине года после введения 6 июля 1995 г. валютного "коридора" Центробанк продолжил политику поддержания заниженного курса рубля. Само введение валютного "коридора", как это неоднократно разъясняли руководители правительства, было направлено на предотвращение дальнейшей ревальвации рубля, на защиту национальных экспортеров и явилось эффективным инструментом его девальвации. С помощью валютного "коридора" власти защищали не рубль, а доллар, способствуя тем самым увеличению официальных валютных резервов страны, одновременно поддерживал относительно высокие темпы инфляции. За вторую половину года валютные резервы Центрального банка возросли еще на 3,1 млрд. долл., а дополнительные вливания в экономику составили 14,6 трлн. руб.

Траектория динамики валютного курса в 1995 г. практически полностью была повторена в траекториях динамики валютных резервов Центрального банка, динамики всех его активов и динамики денежной массы М2. Идентичность траекторий динамики этих показателей подтверждает, что именно рост валютных резервов сыграл ключевую роль в поддержании высоких темпов роста денежной массы и соответственно инфляции. В течение 1995 г. общий объем активов Центрального банка был увеличен на 61,2 трлн. руб., в том числе за счет роста валютных резервов - на 48,9 трлн. руб. Тем самым 80% прироста его активов, а также соответствующая часть прироста денежной массы и темпов инфляции были получены в результате девальвации рубля и накопления государственных валютных резервов.

Существует достаточно распространенная точка зрения, согласно которой увеличение денежной массы, обеспеченной валютными резервами, не носит инфляционного характера. Если за каждым эмитированным рублем стоит резервный доллар, утверждают ее сторонники, то прирост денежной массы, вызываемый ростом валютных резервов, не приводит к инфляции. С такой точкой зрения трудно согласиться.

Дело в том, что валютные резервы имеют лишь потенциальное отношение к транзакциям, совершаемым в экономике. Только в случае их фактического использования, например, во время стерилизационных интервенций на валютном рынке, они могут связать часть национальной денежной массы и тем самым ослабить ее инфляционное давление. Если валютные резервы не используются, их роль по отношению к инфляции нейтральна. Если же валютные резервы денежных властей возрастают за счет их приобретения на национальном рынке, то при прочих равных условиях происходит увеличение денежной массы и усиливается ее инфляционное давление на рынок.

Это правило верно в том случае, если спрос на национальную валюту постоянен, а скорость денежного обращения соответственно стабильна. Если же спрос на национальную валюту и скорость денежного обращения меняются, то последствия могут быть различными. Если спрос на национальные деньги начинает расти (например, при наступлении финансовой стабилизации), а скорость денежного обращения замедляется, то сброс резидентами иностранной валюты может и не иметь значительных инфляционных последствий. Однако отсутствие инфляционных последствий при этом объясняется вовсе не тем, что национальные деньги обеспечены валютными резервами, а тем, что повысившийся спрос на них замедляет скорость их обращения и способствует падению темпов инфляции. Если же спрос на деньги не растет, а падает, то дополнительная денежная эмиссия безотносительно к причинам, которые ее вызвали, неизбежно приводит к усилению инфляции.

Именно это и происходило в России в течение большей части 1995 г. Массированная скупка валютных ресурсов Центробанком проводилась как раз тогда, когда спрос на рубли падал, а скорость денежного обращения продолжала расти. В таких условиях увеличение официальных валютных резервов не только не свидетельствовало о начале процессов финансовой стабилизации, дедолларизации экономики и увеличении спроса на рубли, но и имело прямо противоположный инфляционный эффект.

Неизбежным результатом поддержания высоких темпов прироста денежной массы за счет скупки валюты при растущей скорости денежного обращения стало сохранение существенно более высоких темпов инфляции, чем это предусматривалось денежной программой правительства, согласованной с МВФ, и чем это действительно могло быть в случае отказа от наращивания валютных резервов. Согласно денежной программе, чистые международные резервы денежно-кредитных органов к 1 июля 1995 г. должны были достичь 1,9 млрд. долл., на самом же деле они выросли до 7,4 млрд. долл. Дополнительные 5,5 млрд. долл. валютных резервов, купленные Центробанком в феврале-июне 1995 г., обошлись экономике в 25 трлн. руб. денежной эмиссии в самый решающий момент борьбы за финансовую стабилизацию. Эти денежные ресурсы обеспечили дополнительные 3-4 процентных пункта к ежемесячным темпам инфляции в течение большей части 1995 г. Именно они и не позволили финансовой стабилизации начаться летом 1995 г.

Инфляционный эффект значительного увеличения валютных резервов начал постепенно стихать к концу года, когда не только стали снижаться темпы инфляции, но и появились слабые признаки увеличения спроса на деньги (начался рост уровня монетизации ВВП) и замедления скорости денежного обращения. Однако для наступления полномасштабной финансовой стабилизации это было слишком поздно. С середины года на поведение экономических агентов решающее влияние стали оказывать уже не столько экономические, сколько политические причины, связанные с ожиданиями результатов парламентских выборов в декабре 1995 и президентских в июне 1996 гг.

Одним из наиболее наглядных примеров изменившегося экономического поведения явился перелом в склонности населения к сбережениям в наличной валюте. В течение первой половины 1995 г. наблюдалось и относительное, и абсолютное уменьшение приростов сбережений в валюте. Однако с середины лета произошел взрывной рост покупок наличной валюты. Их ежемесячные объемы приблизились к 3 млрд. долл. и удерживались на этом уровне до конца года.

Факт увеличения объемов валюты у населения страны противоречит неоднократным официальным заявлениям о начале дедолларизации российской экономики. Тем не менее рост официальных валютных резервов денежно-кредитных органов, являющийся также бесспорным, свидетельствует о том, что валютные ресурсы из негосударственного сектора были изъяты. Возникает вопрос, какой же процесс - долларизации или дедолларизации - был на самом деле ведущим?

Для того чтобы ответить на этот вопрос, был составлен баланс движения валютных ресурсов между тремя основными секторами экономики: государством, населением и коммерческими банками (коммерческим сектором) по месяцам 1995 г. Из его анализа следует, что в разных секторах экономики действовали разные тенденции. В то время как валютные ресурсы Министерства финансов были сокращены почти на 4 млрд. долл., валютные резервы Центробанка были увеличены на 9,5 млрд. долл. Общий баланс государственного сектора по итогам года оказался положительным - плюс 5,6 млрд. долл. У населения в течение года валютные активы также возросли. Единственным сектором, существенно уменьшившим свои валютные авуары, стал коммерческий сектор. При этом итоговый баланс движения валютных ресурсов России с зарубежными странами остался положительным.

Таким образом, дедолларизация затронула лишь сектор коммерческих банков. Прирост валютных резервов денежно-кредитных органов оказался существенно меньше, чем прирост долларовых сбережений населения. Это не позволяет делать вывод о начале общей дедолларизации российской экономики.

Подводя итог деятельности Центрального банка, следует признать, что именно она послужила важнейшим фактором сохранения относительно высоких темпов инфляции в российской экономике в течение 1995 г. Прирост чистых международных резервов оказался крупнейшей статьёй увеличения активов Центрального банка и составил 3,3% ВВП при том, что весь прирост его активов был не выше 3,9% ВВП.

Последствия экономической политики 1995 г.

Последствия проводившейся политики правительства и Центрального банка в различных сферах и секторах экономики многообразны. Остановимся на некоторых из них.

Монополизация финансового рынка. Необходимость привлечения значительных ресурсов для финансирования дефицита бюджета вынудила власти заняться созданием соответствующих необходимых условий. Главными конкурентами рынка государственных ценных бумаг и одновременно важнейшими источниками дополнительных ресурсов для рынка ГКО-ОФЗ выступали валютный рынок и рынок межбанковских кредитов, валовые обороты на каждом из которых в первой половине года достигали 15-25 трлн. руб. в месяц.

Резкий переход от девальвации рубля к его ревальвации в мае-июне, а затем и введение валютного “коридора” лишили валютный рынок спекулятивной привлекательности и фактически свели его на нет в середине лета. Только за июль реальный объем торгов на нем сократился на 67%. В последующие месяцы объемы торгов продолжали падать в реальном и даже номинальном выражении, так что в январе 1996 г. они были меньше величины мая 1995 г. более чем в 10 раз.

Вслед за валютным рынком наступила очередь рынка межбанковских кредитов. После августовского кризиса в сентябре объем оборота на нем упал на 83%. Хотя в последующие месяцы и наблюдалась некоторая стабилизация рынка МБК, его объемы в ноябре 1995 г. составляли лишь одну восьмую часть уровня июля.

Финансовые ресурсы, высвободившиеся после резкого сокращения объемов этих двух рынков, были направлены на рынок государственных ценных бумаг. Оборот последнего в рассматриваемые месяцы демонстрировал устойчивую тенденцию к росту. Неслучайно, что наиболее заметный рост рынка государственных ценных бумаг произошел в июне и сентябре прошлого года - на 55 и 27% соответственно. В целом же за год объем рынка ГКО-ОФЗ увеличился в реальном измерении в 5,4 раза.

Очевидным следствием катаклизмов на финансовом рынке стало радикальное изменение его структуры. В то время как с января 1995 г. по январь 1996 г. доля валютного сегмента финансового рынка во всем его объеме упала с 44,3 до 6,0%, а доля рынка МБК - с 35,3 до 13,1%, рынок государственных обязательств стал абсолютно господствующим. Его удельный вес возрос вчетверо - с 20,4 до 80,9%. Доля государственных бумаг в сводном балансе коммерческих банков повысилась с 2,3% в конце 1994 г. до 8,6% в конце 1995 г.

Разрастание государственного долга и рынка по торговле его облигациями способствовало также усилению стагнации на фондовом рынке. В условиях низкого спроса на корпоративные бумаги, обусловленного сохранением неустойчивости экономической и политической ситуации, и переизбытка предложения на рынке акций приватизированных компаний потенциальные инвесторы предпочитали приобретать гораздо более доходные и менее рискованные государственные бумаги. Доля кредитов коммерческих банков предприятиям и

населению в сводном балансе банковской системы в течение года также сократилась - с 18,8 до 17,5%.

Таким образом, политика финансирования бюджетного дефицита за счет ресурсов финансового рынка в условиях неподавленной инфляции привела к резкому сокращению масштабов валютного рынка и рынка межбанковских кредитов, способствовала усилению стагнации фондового рынка и обеспечила сохранение высокого реального уровня процентных ставок на основных сегментах финансового рынка. Концентрация на операциях с государственными ценными бумагами сделала российский финансовый рынок более неустойчивым, а банковскую систему - в высшей степени зависимой от государственной политики.

Изменение динамики внешней торговли. Результаты проводившейся экономической политики еще раз продемонстрировали действие в российских условиях основных закономерностей, характерных и для других рыночных экономик. Одним из наиболее наглядных примеров такого рода стало воздействие валютного курса на динамику и структуру российской внешней торговли.

Согласно экономической теории, девальвация национальной валюты удешевляет продукцию национального производства и способствует увеличению экспорта. В то же время она противодействует росту импорта. Ревальвация национальной валюты сдерживает экспорт и стимулирует импорт.

Для валютной политики в 1995 г. характерны два четких этапа: в первые 4-5 месяцев проводилось ускоренное снижение курса рубля, на смену которому в середине и второй половине года пришла политика его более медленного снижения в номинальном выражении, но повышения в реальном выражении. "Реакция" внешней торговли на каждый из этих этапов была совершенно адекватной, но разной по группам стран.

В течение первых четырех месяцев снижение валютного курса рубля сопровождалось повышением темпов прироста российского экспорта в дальнее зарубежье. Когда в апреле 1995 г. среднемесячный курс доллара на российском рынке достиг своей максимальной величины - 5056 руб., темпы прироста экспорта по отношению к предыдущему году также достигли максимальной величины - 48,9%. С мая и до конца года шел процесс не только реальной ревальвации рубля, но и его приближения к уровню среднесрочной устойчивости. В результате темпы прироста экспорта последовательно снижались, достигнув в декабре своей нижней внутригодовой точки - 28,4%.

В противоположном направлении развивалась ситуация с импортом. В начале года темпы прироста импорта к предыдущему году были минимальными: 5-10%. С постепенным повышением курса рубля они последовательно возрастали, достигнув к концу года 13-15%.

Абсолютные и относительные размеры сальдо в торговле с дальним зарубежьем, равно как и разница в темпах прироста экспорта и импорта, свидетельствуют о масштабах отклонения фактического валютного курса от его уровня среднесрочной устойчивости, а знак сальдо - о направлении отклонения. Максимальные размеры положитель-

ного сальдо отмечались в начале года, когда фактической валютный курс был в максимальной степени занижен. В оставшиеся месяцы года происходило постепенное сокращение относительных размеров сальдо, что свидетельствовало о последовательном уменьшении степени этого отклонения. Тем не менее в конце года сохранялось значительное положительное сальдо внешнеторгового баланса при продолжении роста валютных резервов Центрального банка и одновременной девальвации рубля. Это означало, что валютный курс рубля по-прежнему оставался заниженным относительно доллара.

О величине такого занижения можно судить по соотношению внутренних российских и мировых цен. Для России уровнем среднесрочного равновесия в ближайшие годы является показатель, близкий к 70-80%. Поскольку достигнутая в конце 1995 г. величина этого соотношения превысила 60%, возможный максимальный предел дополнительной "естественной" ревальвации рубля по сравнению с нынешним уровнем вряд ли превышает 25-30%.

В торговле со странами ближнего зарубежья наблюдается та же картина, но с поправкой на разницу в уровнях цен в них и в России. Прошлый год оказался первым, когда в российской торговле с ними было зафиксировано отрицательное сальдо. И это понятно. После либерализации взаимной торговли ее объемы и направления стали определяться прежде всего соотношениями реальных курсов национальных валют или соотношениями внутренних цен по соответствующим товарным группам. Еще в начале 1995 г. темпы прироста российского экспорта в ближнее зарубежье (12-13%) опережали темпы прироста российского импорта из него (4-5%).

Однако, когда с середины 1995 г. Россия стала существенно опережать своих соседей по темпам реальной ревальвации собственной валюты и по уровню относительных внутренних цен, ее рынок стал исключительно притягательным для импорта продукции из соседних стран. Решающий перелом в тенденциях произошел в мае, когда экспорт в ближнее зарубежье остался фактически на уровне годичной давности, а импорт возрос на 9%. К концу года "ножницы" в динамике экспорта и импорта еще больше разошлись. В итоге объем экспорта в страны ближнего зарубежья за год оказался на 8,9% ниже, чем в 1994 г., в то время как импорт из них вырос на 20,8%.

Таким образом, политика снижения курса рубля, проводившаяся в 1995 г., привела к увеличению положительного сальдо торговли России со странами дальнего зарубежья. Вместе с тем в силу отставания темпов номинальной девальвации рубля от темпов роста внутренних цен она сопровождалась значительной ревальвацией рубля в реальном измерении. Поскольку ревальвация рубля на российском рынке происходила быстрее, чем аналогичные процессы в странах ближнего зарубежья, активное сальдо России в торговле с ними с марта 1995 г. сменилось дефицитом.

Падение реального потребления. В 1995 г. отмечено резкое снижение большинства показателей уровня жизни. Реальная заработная плата упала на 26%, реальные располагаемые денежные доходы - на 13,1, реальные расходы населения - на 9,7, сбережения - на 21,7%.

Хотя в течение всего 1995 года действительно отмечалась повышательная динамика основных социальных индикаторов (носившая, однако, традиционный сезонный характер), тем не менее среднегодовой уровень реальных доходов, расходов, потребления населения в 1995 г. оказался заметно ниже соответствующих показателей 1994 г. Значительно сократилось потребление основных продуктов питания, прежде всего наиболее ценных - мяса и мясопродуктов, молока и молочных продуктов, яиц. Уменьшились объемы покупок непродовольственных товаров, товаров длительного пользования. Реальный объем розничного товарооборота упал на 6,8%.

Фактические изменения реального уровня жизни наиболее точно отражаются в динамике показателя частного потребления, рассчитанного в системе национальных счетов. Согласно этим данным, реальный объем частного потребления в 1995 г. по сравнению с предыдущим годом сократился на 8,4%. На первый взгляд такое снижение кажется труднообъяснимым на фоне действительного замедления инфляции. В большинстве других стран, да и в России в 1993-1994 гг., относительная победа над инфляцией обеспечивала по крайней мере стабилизацию, если даже не рост реального потребления. Почему же этого не произошло в России в 1995 г.?

Во-первых, в 1995 г. сократились объемы и произведенного (на 4,4%), и использованного (на 5,9%) ВВП.

Во-вторых, изменилась структура использования валового внутреннего продукта в постоянных ценах. В большинстве стран, в которых происходило падение ВВП, частное потребление являлось наиболее инерционным сегментом. Темпы его сокращения, как правило, были минимальными по сравнению с темпами уменьшения инвестиций и государственного потребления. В отличие от этого общемирового правила частное потребление в России в реальном измерении снизилось в гораздо большей степени, чем, например, государственное потребление и сам ВВП. В результате доля частного потребления в ВВП упала с 43,1 до 42,0%, в то время как удельный вес государственного потребления возрос с 23,4 до 24,0% ВВП.

Таким образом, несмотря на заметное сокращение удельного веса государственных расходов в ВВП в 1995 г., доля государственного потребления в нем не только не уменьшилась, но даже и возросла. Подобные разнонаправленные тенденции вполне реальны. Они означают, что существенно изменилась структура государственных расходов, в результате чего доля правительственных закупок (например, военных материалов) возросла за счет одновременного падения доли государственных трансфертов (например, пенсий, стипендий, пособий), а индекс цен на закупаемые государством товары и услуги оказался намного ниже общего индекса по всем государственным расходам.

В-третьих, доля частного потребления снизилась за счет роста доли чистого экспорта с 4,3 до 6,0% ВВП. Если величину использованного ВВП рассчитать в постоянных ценах и перевести в американские доллары по валютному курсу 1995 г., то можно получить валютную оценку чистого экспорта в 1995 г. - 21,8 млрд. долл. Она близка к оценке прироста валютных ресурсов у российских резидентов

- 19,9 млрд. долл. В то же время оценка абсолютного сокращения частного потребления в 1995 г. по сравнению с 1994 г. (минус 14 млрд. долл.) весьма близка к величине прироста официальных валовых валютных резервов в 1995 г. (плюс 11 млрд. долл.). Это означает, что увеличение официальных валютных резервов произошло в значительной степени за счет снижения потребления населения.

* *
*

Валютная политика Центрального банка, направленная в первые четыре месяца 1995 г. на снижение курса рубля, а в оставшиеся месяцы года - на удержание его на заниженном уровне, способствовала накоплению денежными властями значительных валютных резервов. Их наращивание сопровождалось быстрым увеличением денежной массы и повышением скорости ее обращения, что привело к поддержанию более высоких, чем ожидалось, темпов инфляции. Дополнительная денежная эмиссия, вызванная накоплением валютных резервов, сделала невозможным наступление финансовой стабилизации в 1995 г. Шанс на ее достижение был упущен.

Поскольку рост номинальных денежных доходов населения происходил темпами, неадекватными наблюдавшемуся повышению цен, существенно снизился уровень жизни населения. Сокращение частного потребления в 1995 г. было вызвано как перераспределением финансовых ресурсов в пользу государственного потребления, так и накоплением государством значительных валютных резервов. Таким образом, из-за курсовой политики Центрального банка не произошло наступления финансовой стабилизации летом 1995 г., и существенно упал уровень жизни российского населения.

Последнее обстоятельство сыграло, очевидно, далеко не последнюю роль в окончательном изменении политических настроений российских избирателей накануне парламентских выборов в декабре 1995 г. и предстоящих президентских выборов. В результате уже произошедшие, а также ожидаемые перемены во властных структурах серьезно уменьшают возможности завершения финансовой стабилизации в 1996 г. и дальнейшего реформирования российской экономики по другим направлениям.