

А. ИЛЛАРИОНОВ,
директор Института
экономического анализа

КАК БЫЛ ОРГАНИЗОВАН РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

В предыдущей статье¹ анализировался вклад бюджетной политики, проводившейся в течение 1992–1998 гг., в развитие российского финансового кризиса. Однако, как уже отмечалось, бюджетная политика была далеко не единственным фактором, приведшим страну к финансовому кризису. Другим, не менее важным фактором российского кризиса стала денежно-кредитная и валютная политика Центрального банка. Данная статья посвящена рассмотрению особенностей именно этой политики, а также осуществления программы, согласованной российскими властями и МВФ в июле 1998 г.

Денежно-кредитная и валютная политика Центрального банка в 1995–1998 гг.

В отличие от бюджетной политики правительства, многие ошибки и неудачи которой в последнее время находились в центре общественного внимания и были достаточно хорошо известны, профессиональному анализу недостатков денежно-кредитной и валютной политики Центрального банка в научной дискуссии уделялось существенно меньшее внимание. Более того, деятельность Центрального банка в сфере денежно-кредитного и валютного регулирования в течение нескольких последних лет многими авторами воспринималась как несомненный образец реформаторской, твердой, жесткой, “последовательно жесткой”, иногда даже монетаристской политики. Причем данная позиция разделяется, похоже, не только членами прежнего руководства Центрального банка², что, строго говоря, неудивительно, но и претендующими на объективность представителями экономической науки³. Увы, такая позиция не находит подтверждения в реальной действительности.

Главной двуединой задачей денежно-кредитной и валютной политики денежных властей является *поддержание стабильной (или по крайней мере предсказуемо и плавно изменяющейся) покупательной способности национальной валюты по отношению как к товарам и услугам, обращающимся на внутреннем рынке (через обеспечение низ-*

¹ Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис. – Вопросы экономики, 1998, № 11.

² Алексащенко С. Причины падения рубля – чисто психологические. – Эксперт, 1998, 14 сентября, № 34, с. 24; Алексащенко С. Борьба за рубль. – Время МН, 1998, 26 октября.

³ ИЭППИ. Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1991–1997. М., 1998, с. 267–277, 355–367; ИЭППИ. Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика. – Вопросы экономики, 1998, № 11, с. 36, 54, 57.

ких темпов внутренней инфляции), так и к товарам и услугам, обращающимся на мировом рынке (через обеспечение стабильного курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам). Насколько денежным властям удастся одновременное выполнение этих двух задач, настолько можно говорить о проведении ими действительно ответственной денежно-кредитной и валютной политики.

Каким образом можно судить об уровне ответственности денежно-кредитной и валютной политики? Степень выполнения первой части упомянутой двуединой задачи находит свое выражение в темпах роста внутренних цен, степень выполнения второй – в темпах изменения курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам. Хорошо известные успехи российских властей в деле достаточно быстрого и весьма устойчивого снижения темпов инфляции, а также девальвации рубля по отношению к твердым валютам в течение более чем трех лет – с начала 1995 г. до середины 1998 г. – немало способствовали укреплению впечатления, что проводится действительно ответственная политика. Однако это впечатление оказалось иллюзией, причем его иллюзорность стала очевидной намного раньше августа – сентября 1998 г., когда в динамике инфляции и валютного курса рубля произошли резкие изменения.

Дело в том, что для оценки устойчивости выполнения обеих частей двуединой задачи существуют своего рода “индикаторы раннего предупреждения”. Для оценки степени стабильности общего уровня внутренних цен такими индикаторами выступают темпы прироста денежной массы и масштабы изменения спроса на деньги. Для оценки устойчивости курса национальной валюты таким индикатором выступает уровень обеспечения пассивов денежных властей в национальной валюте их активами в иностранной валюте. В качестве активов денежных властей в иностранной валюте обычно используются различные показатели иностранных резервов, в качестве пассивов – различные денежные и квазиденежные агрегаты в зависимости от модели денежного устройства страны, особенностей банковского законодательства и объема обязательств, принятых на себя денежными властями.

В качестве показателя активов в иностранной валюте, как правило, используются валовые валютные резервы, в качестве показателя пассивов в национальной валюте чаще всего – величина денежной базы, хотя в некоторых случаях возможно также использование таких агрегатов, как “наличные деньги в обращении” (в случае ортодоксального варианта денежной системы по варианту валютного комитета – *currency board*), “денежная масса” (при гарантировании денежными властями банковских депозитов) и даже суммарный объем какого-либо денежного агрегата и выпущенных в обращение государственных ценных бумаг (в случае расширения обязательств денежных властей, в том числе и на обращающиеся на рынке обязательства фискальных властей).

Показатели динамики активов и пассивов денежных властей за последние три года свидетельствуют о том, что *проводившаяся Центральным банком денежно-кредитная и валютная политика отличалась высокой степенью безответственности*. В то время как активы денежных властей в иностранной валюте за период с момента

Суммарные активы и пассивы денежных властей

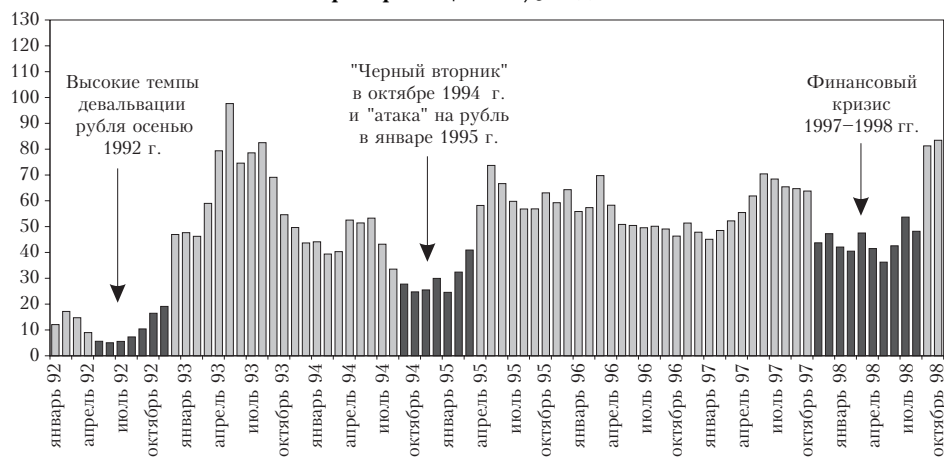
Показатели	Июнь 1995 г.	Июнь 1996 г.	Июнь 1997 г.	Май 1998 г.	Темпы прироста июнь 1995 – май 1998 гг., %
Активы, в млрд руб.					
Иностранная валюта	62,1	92,5	131,3	66,7	7,5
Пассивы, в млрд руб.					
Наличные деньги	55,2	109,1	144,3	138,7	151,2
Денежная база	68,7	129,4	167,0	162,9	137,1
Денежный агрегат М2	156,7	266,9	352,0	369,4	135,7
Номинальная стоимость ГКО–ОФЗ	36,6	159,5	311,4	435,3	1089,4
<i>Справочно:</i>					
Денежная база + ГКО–ОФЗ	105,3	288,9	478,4	598,2	468,1

Источник: расчеты ИЭА по данным ЦБР.

введения валютного “коридора” 6 июля 1995 г. до начала последней фазы финансового кризиса летом 1998 г. были увеличены всего лишь на 7,5%, основные денежные агрегаты в российской валюте возросли на 135–151%, а номинальная стоимость государственных ценных бумаг – почти в 12 раз (см. табл. 1). Именно возникшие и с каждым месяцем все более увеличивавшиеся “ножницы” между валютными активами и рублевыми пассивами сделали последовавшую затем девальвацию рубля абсолютно неизбежной.

Одним из наиболее наглядных “индикаторов раннего предупреждения”, свидетельствующим о возможной предстоящей динамике курса национальной валюты, выступает соотношение валовых валютных резервов и денежной базы (рис. 1). Чем ближе это соотношение к 100%, тем надежнее обеспечен рубль, тем меньше вероятность резкой деста-

Валютные резервы ЦБР в % к денежной базе



Источник: ИЭА.

Рис. 1

билизации валютного курса. Весной–летом 1993 г., весной 1995 г. – весной 1996 г., летом 1997 г. это соотношение находилось на уровне 60–80%, что позволяло Центральному банку достаточно плавно, без резких колебаний снижать курс рубля по отношению к доллару. С другой стороны, чем ниже значение этого показателя, чем дольше оно удерживается денежными властями, тем более масштабным становится последующее неизбежное падение курса национальной валюты. Низкие значения этого соотношения, существовавшие летом–осенью 1992 г. (5–20%), осенью 1994 г. – зимой 1995 г. (30–40%), в ноябре 1997 г. – августе 1998 г. (40–50%), сопровождалась или в конечном счете приводили к масштабным валютным кризисам.

В отличие от двух предыдущих кризисов валютный кризис 1997–1998 гг. по-своему уникален тем, что он произошел в условиях, когда его можно было избежать. Дело в том, что накануне этого кризиса –

Т а б л и ц а 2

Приток иностранных инвестиций в Россию в 1993–1998 гг.

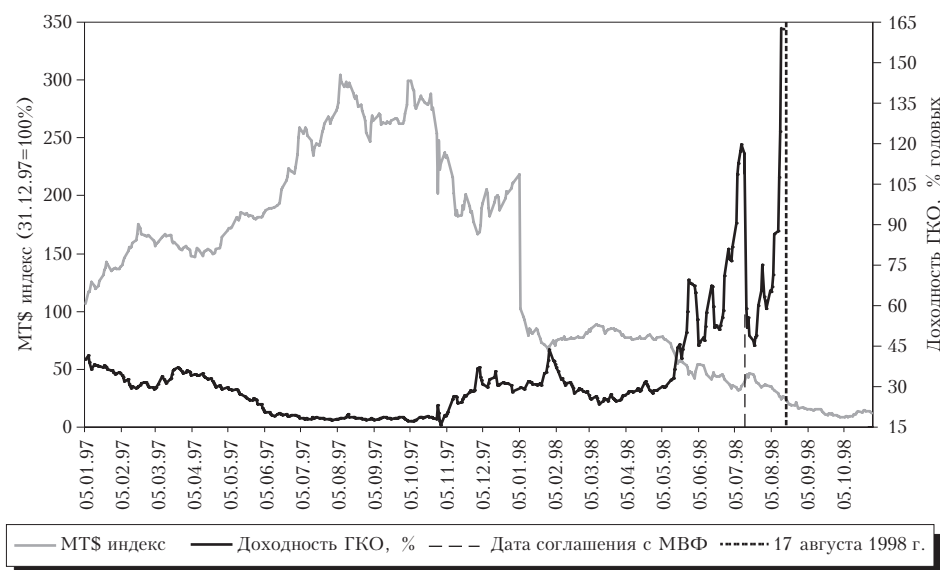
Показатели	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г. январь– июнь
В млрд. долл.						
Всего,	2,8	3,2	13,3	19,0	34,1	3,6
в том числе по направлениям:						
сектор государственного управления	5,2	2,0	7,7	14,8	21,0	7,9
банковский сектор	-2,9	-2,0	6,9	1,3	7,6	1,1
фондовый рынок	0,5	3,2	-1,3	2,9	5,6	-5,5
В % к итогу						
Всего,	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе по направлениям:						
сектор государственного управления	184,1	62,2	58,0	77,9	61,4	221,6
банковский сектор	-102,6	-61,9	51,5	6,8	22,3	31,6
фондовый рынок	18,5	99,8	-9,5	15,3	16,3	-153,2
В % ко всему официальному ВВП						
Всего,	1,5	1,1	3,8	4,4	7,6	0,8
в том числе по направлениям:						
сектор государственного управления	2,8	0,7	2,2	3,4	4,7	1,8
банковский сектор	-1,6	-0,7	2,0	0,3	1,7	0,3
фондовый рынок	0,3	1,1	-0,4	0,7	1,2	-1,2
В % к реальному легальному ВВП						
Всего	2,0	1,6	5,3	6,4	11,3	1,3
в том числе по направлениям:						
сектор государственного управления	3,7	1,0	3,1	5,0	6,9	2,8
банковский сектор	-2,1	-1,0	2,7	0,4	2,5	0,4
фондовый рынок	0,4	1,6	-0,5	1,0	1,8	-2,0

Источники: ЦБР, расчеты ИЭА.

1995–1997 гг. – масштабы притока иностранного капитала в Россию оказались беспрецедентными в национальной истории. В течение одного только 1997 года по всем каналам в страну пришло, по данным платежного баланса, более 34 млрд. долл., или 7,6% официального и 11,3% реального легального ВВП (см. табл. 2).

Массированные инвестиции в российскую экономику в прямой и портфельной форме в корпоративные акции и государственные ценные бумаги вызвали настоящий бум. Цены акций российских компаний всего за девять месяцев 1997 г. возросли в среднем в 3,5 раза (рис. 2). Реальная годовая доходность по ГКО–ОФЗ упала со 130–140% летом 1996 г. до 9–10% в июне–октябре 1997 г. Благодаря мощному притоку внешнего спроса впервые после восьми лет спада производства началось оживление в реальном секторе. Валовой внутренний продукт увеличился на 0,8%, производство промышленной продукции – на 1,9, в том числе в микробиологической промышленности – на 6,1, в полиграфической – на 7,1, в автомобильной промышленности – на 12,6, в медицинской – на 15,1, в промышленности средств связи – на 23,2%. Возросший спрос способствовал росту реальных доходов населения (на 3,5%), заработной платы (на 4,3%), расходов домашних хозяйств (на 2,4%), розничного товарооборота (на 2,5%), платных услуг (на 3,7%).

MTS индекс фондового рынка и доходность ГКО–ОФЗ в 1997–1998 гг.



Источник: ИЭА.

Рис. 2

Однако значительный приток иностранных инвестиций в Россию и вызванное им экономическое оживление лишь в небольшой степени можно причислить к результатам более ответственной политики властей в 1997 г. На самом деле они оказались своего рода авансом, порожденным не столько переменами в экономической политике правительства (которые на поверку оказались весьма скромными), сколько глобальным перепроизводством мирового инвестиционного капитала, один из “ручейков” которого и пролился на Россию. Случивше-



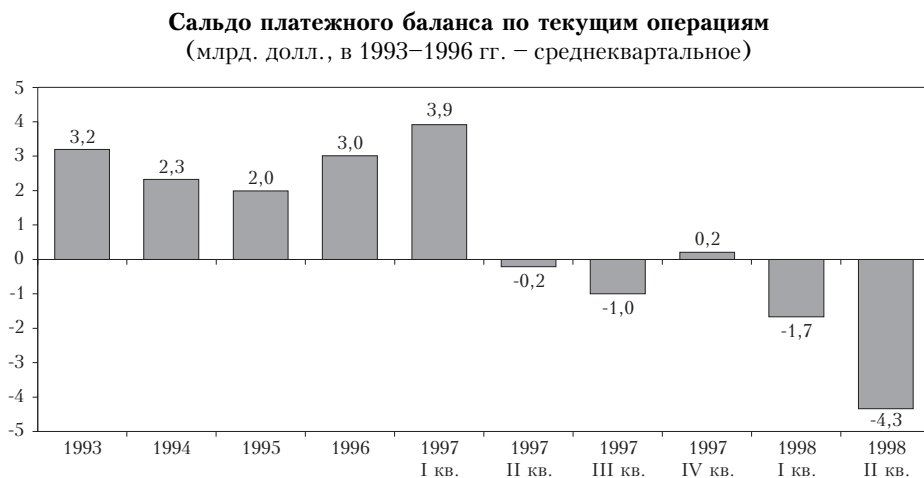
Источник: ЦБР.

Рис. 3

еся в одночасье многомиллиардное процветание породило у руководства Центробанка своеобразное “головокружение от успехов”. Острейшая проблема преодоления инфляционных последствий массивного притока иностранного капитала была решена весьма оригинальным образом – путем его “проедания”.

Денежно-кредитная и валютная политика, не являвшаяся жесткой и в 1995–1996 гг., была дополнительно смягчена в 1997 г. В то время как кредитование иностранными инвесторами сектора государственного управления за год составило 21 млрд. долл. (см. табл. 2), совокупный прирост валютных резервов денежных властей – всего лишь 1,6 млрд. долл. (рис. 3). Это означает, что прирост обязательств государственного сектора в течение года оказался обеспеченным валютными резервами лишь на 1,6 млрд. долл. Это означает, что рублевый эквивалент разницы в 19 с лишним миллиардов долларов составила эмиссия рублевых обязательств Центробанком, не обеспеченная валютными резервами.

Дополнительный удар по валютным резервам был нанесен существенно ухудшившимся платежным балансом по текущим операциям (рис. 4). Если в течение 1993–1996 гг. и вплоть до I квартала 1997 г.



Источник: ЦБР.

Рис. 4

сальдо баланса сохранялось устойчиво положительным – на уровне 2–4 млрд. долл. в квартал, то начиная со II квартала 1997 г. сальдо текущего платежного баланса стало сначала фактически нулевым, а затем и отрицательным. Это означает, что в таких условиях профинансировать отрицательное сальдо платежного баланса можно за счет либо соответствующего притока капитальных ресурсов (до тех пор, пока они приходят в страну), либо использования накопленных валютных резервов (тогда, когда приток инвестиций в страну прекращается).

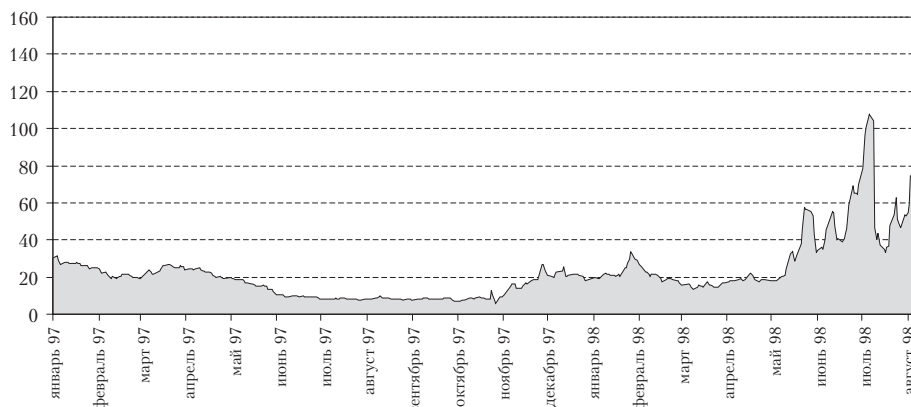
Как видно из рис. 3 и 4, во II квартале 1997 г. иностранные инвестиции в большом объеме продолжали поступать в страну, что позволяло финансировать отрицательное сальдо платежного баланса и даже увеличивать валютные резервы. Ситуация заметно изменилась в III квартале 1997 г., когда вынужденное финансирование отрицательного сальдо платежного баланса наряду с начавшимся оттоком иностранных инвестиций вызвало первую волну снижения валютных резервов. В IV квартале 1997 г. отсутствие значительного по размерам положительного сальдо текущего баланса на фоне ускорения оттока из страны иностранных инвестиций привело к особенно резкому сокращению валютных резервов, что требовало немедленного изменения параметров валютной политики. Однако вместо этого 10 ноября 1997 г. руководство Центрального банка объявило о целевых ориентирах курсовой политики на 1998–2000 гг., оказавшихся глубоко ошибочными. Согласно им, среднегодовой валютный курс должен был составить 6,1 руб./долл. в 1998 г. и 6,2 руб./долл. в предстоящие три года. Продолжение политики поддержки нереалистичного валютного курса не могло иметь иных последствий, кроме ускорения растраты национальных валютных резервов (рис. 3).

О том, что валютный курс рубля переоценен, что девальвация рубля неизбежна, самым недвусмысленным образом свидетельствовали и другие макроэкономические индикаторы.

Неизбежность девальвации рубля

Весьма убедительным показателем неизбежности коррекции величины валютного курса и самой валютной политики выступает *величина спреда (разницы) между уровнями доходности по государственным долговым инструментам, деноминированным в национальной валюте и в долларах* (рис. 5). Поскольку и те, и другие долговые инструменты выпускает в обращение один и тот же эмитент, а различие между этими инструментами обусловлено только валютой обращения, то величина спреда выступает, по сути дела, оценкой валютного риска по соответствующей национальной валюте. В июне–октябре 1997 г. спред между уровнями доходности по рублевым и валютным долговым обязательствам России был близок к 10%. Следовательно, участники рынка оценивали масштабы вероятного снижения курса рубля в течение предстоящих 12 месяцев на уровне, близком к 10%, или немного выше, чем тогдашние фактические темпы девальвации рубля. Однако в декабре 1997 г. спред увеличился до 30%, в феврале 1998 г. –

**Спрэд между рублевыми и валютными российскими
долговыми инструментами (процентные пункты)**



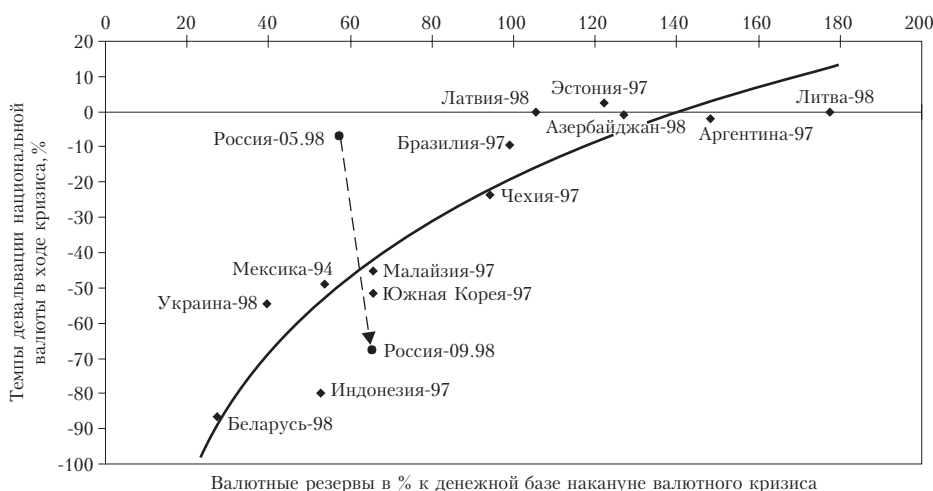
Источник: расчеты ИЭА.

Рис. 5

до 40, в мае – до 50, в июле – до 110, в августе – до 150% годовых. Это означало, что оценка рынком масштабов снижения курса рубля по отношению к доллару в течение предстоящего года повышалась последовательно до 30%, 40, 50, 110, 150%.

Другим показателем темпов возможной девальвации национальной валюты выступает *положение страны относительно так называемой “кривой валютных кризисов”* (рис. 6), построенной в Институте экономического анализа для стран, переживших в последние годы валютные кризисы или спекулятивные атаки на национальные валюты. Эта кривая связывает уровень обеспеченности валютными резервами денежной базы в национальной валюте с темпами вероятной последующей девальвации национальной валюты. Как видно из рисунка 6, между этими параметрами существует довольно устойчивая

**Кривая валютных кризисов. Уровень валютных резервов
и темпы девальвации в ходе валютных кризисов последнего времени**



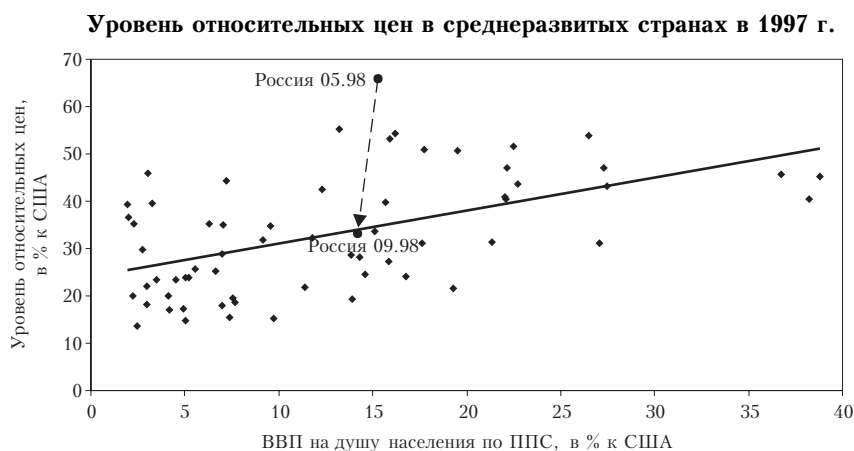
Источник: ИЭА.

Рис. 6

связь. В странах, осуществляющих денежную политику на принципах валютного комитета де юре – Аргентине, Эстонии, Литве или де факто – Латвии, отчасти в Азербайджане, – любые атаки спекулянтов против местных валют бесперспективны. Поскольку денежная база в этих странах на 100% и более обеспечена валютными резервами, любое падение спроса на национальную валюту легко компенсируется валютными интервенциями, так что национальная валюта выкупается денежными властями за иностранную валюту без каких-либо последствий для стабильности валютного курса.

В тех странах, где уровень обеспеченности денежной базы валютными резервами близок к 100%, но денежная политика не проводится на принципах валютного комитета (Бразилия, Чехия), валютные кризисы сопровождаются относительно умеренными темпами последующей девальвации валют – на 15–25%. Там же, где обеспеченность денежной базы валютными резервами ниже 70%, темпы последующей девальвации могут достигать 45–85%. Поэтому, зная уровень обеспеченности национальной денежной базы валютными резервами, можно с высокой степенью точности прогнозировать “коридор” возможных значений предстоящей девальвации национальной валюты. Например, начиная с ноября 1997 г. вплоть до августа 1998 г. показатель обеспеченности денежной базы валютными резервами для России находился на уровне 60–65%, а в мае 1998 г. опустился даже до 55%. Исходя из этого нетрудно было предвидеть, что масштабы неизбежной девальвации рубля, скорее всего, окажутся в пределах 50–70%. Как известно, в пик падения рубля – 9 сентября 1998 г. – темп годовой девальвации рубля составил 69%, сократившись затем в ноябре до 60%.

Индикатором неизбежности острого валютного кризиса является также *устойчивое превышение уровня внутренних цен, определенного через соотношение паритетов покупательной способности валют, над областью значений, наиболее характерных для стран соответствующего уровня экономического развития* (рис. 7). Российский показатель уровня относительных цен в мае 1998 г. – последнем месяце накануне последней фазы финансового кризиса – более чем



Источник: расчеты ИЭА.

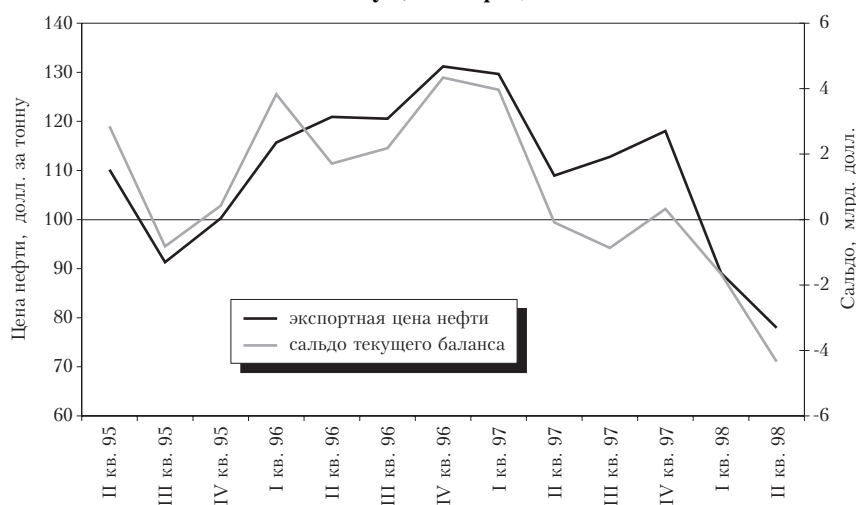
Рис. 7

вдвое превысил аналогичные показатели стран с близкими к России величинами ВВП на душу населения. Существенная удаленность российского показателя от линии мирового тренда позволяла по крайней мере начиная с мая 1998 г. достаточно смело прогнозировать возможность 50–60% девальвации рубля. Когда в сентябре 1998 г. произошла девальвация рубля, российский показатель уровня относительных цен передвинулся в область значений, непосредственно прилегающих к линии мирового тренда. Поэтому дальнейшая девальвация рубля в реальном измерении при сохранении существующих на сегодня основных институциональных механизмов валютной торговли в ближайшее время представляется маловероятной.

Факт резкого перемещения российского показателя уровня относительных цен в сентябре 1998 г. в сторону приближения к мировому тренду, естественно, ставит вопрос о том, почему было столь устойчивым его существенное отклонение от тренда в течение нескольких лет до сентября 1998 г. Ответ на этот вопрос надо искать в особенностях структуры российской экономики и в той роли, которую играет масштабный экспорт российских энергоносителей и сырья для поддержания относительно высоких внутрироссийских цен. Извлечение природной ренты в крупных размерах при реализации сырьевых ресурсов на мировом рынке приводит к существенному завышению внутренних цен в стране по сравнению с ценами, предопределяемыми уровнем ее экономического развития, оцениваемым по величине ВВП на душу населения по паритетам покупательной способности валют.

Для страны – крупного экспортера энергоносителей и сырья, каким является Россия, одним из важнейших внешнеэкономических индикаторов, в значительной степени влияющих на многие внутриэкономические показатели, служит цена на главный экспортный ресурс – нефть. То, что именно экспортная цена российской нефти в

Экспортная цена российской нефти и сальдо платежного баланса по текущим операциям



Источник: расчеты ИЭА.

Рис. 8

большой степени предопределяет величину сальдо платежного баланса по текущим операциям, хорошо видно из рисунка 8. Пока цены на российскую нефть были достаточно высокими (по историческим меркам), они позволяли реализовывать на мировом рынке огромную природную ренту и, следовательно, перераспределять в пользу России значительную добавленную стоимость, производимую за ее пределами. Благодаря этому уровень внутрироссийских цен был намного завышен относительно мировых аналогов соответствующего уровня экономического развития. Как только цены на товары традиционного российского экспорта упали, резко сократились внешнеторговые доходы страны, уменьшилось и даже стало отрицательным сальдо платежного баланса по текущим операциям. Существенное сокращение размеров “рентной подушки” делало корректировку уровня относительных цен, или что то же самое, валютного курса, абсолютно неизбежной. *Попытки руководства Центрального банка противостоять действию мировых экономических законов с помощью неоднократных повышений ставки рефинансирования, огромных внешних заимствований, массивных валютных интервенций могли, конечно, на некоторое время отложить неизбежную корректировку искусственно подерживаемых диспропорций, но не могли ее отменить. Чем дольше эта корректировка в виде прежде всего девальвации рубля откладывалась, тем более масштабной и неизбежной она становилась.*

Действия российского правительства и Центрального банка летом 1998 г.

В своем стремлении не допустить девальвации рубля Центробанк не был одинок. В мае–июне 1998 г. в антидевальвационную кампанию активно включилось российское правительство. На уровне публичных дискуссий основным тезисом противников девальвации рубля стал тезис о неизбежности скачка инфляции в случае снижения валютного курса и развертывания так называемой инфляционной спирали. К сожалению, неоднократное повторение, в том числе и высокопоставленными и хорошо известными лицами, принимаемыми в нашей стране за экономистов, положений, не соответствующих действительности, свидетельствует либо о сознательном искажении фактов, либо об искренних, но непростительных для грамотных людей заблуждениях, базирующихся на мифе о так называемой “инфляции издержек”.

На самом деле ускорение инфляции в случае девальвации валюты не является неизбежным ни с теоретической, ни с практической точки зрения. Инфляция, как известно, представляет собой денежное явление. Поэтому ее ускорение возможно лишь при изменении соотношения между существующими в стране объемами денежного спроса и реального товарного предложения. Изменение этого соотношения может быть обусловлено либо увеличением денежной массы, либо изменением спроса на деньги, либо уменьшением реального объема товаров, услуг и иных инвестиционных активов. Изменение валютного курса, не сопровождаемое и не приводящее к вышеупомя-

Девальвация и последующая инфляция

Валюта	Период	Куммулятивное снижение курса валюты по отношению к доллару, %	Куммулятивное повышение темпов годовой инфляции, процентные пункты	Куммулятивный прирост денежной массы, %	Импорт в % к ВВП в 1997 г.
Таиландский бат	Июнь 1997 г. – июль 1998 г.	57,5	4,5	13,8	46,4
Малайзийский ринггит	Июнь 1997 г. – июль 1998 г.	60,5	2,9	1,6	91,1
Филиппинский песо	Июнь 1997 г. – июль 1998 г.	63,3	2,8	15,4	54,4
Южнокорейская вона	Июнь 1997 г. – июль 1998 г.	69,2	3,7	8,7	38,8
Индонезийская рупия	Июнь 1997 г. – июль 1998 г.	446,9	66,9	78,5	28,5
Японская иена	Апрель 1995 г. – июль 1998 г.	68,5	2,5	5,7	9,9
Российский рубль	Июнь 1997 г. – октябрь 1998 г.	173,1	44,6	23,0	20,4

Источники: МВФ; ИЭА. Ошибка нерезидента. – Бюллетень по проблемам экономической и социальной политики, 1998, 29 июля, с. 6.

нутым изменениям, не в состоянии вызвать ускорение инфляции. В практическом плане это теоретическое положение в который раз весьма наглядно было продемонстрировано странами, недавно пострадавшими от так называемого “азиатского кризиса” (см. табл. 3).

Снижение курсов национальных валют в большинстве восточно-азиатских стран (на Филиппинах, в Малайзии, Южной Корее, Таиланде) в течение июня 1997 г. – июля 1998 г. на 58–70% привело к куммулятивному повышению годовых темпов инфляции в весьма ограниченных размерах – лишь на 2,8–4,5 процентных пункта. Это произошло прежде всего потому, что валютные кризисы в названных странах не сопровождалась отказом от сдержанной денежной политики. Прирост денежной массы в них составил от 1,6 до 15,4%. Иная ситуация сложилась в Индонезии, в которой существенный рост годовой инфляции (почти на 67%) был вызван не столько снижением курса национальной валюты, хотя оно и оказалось самым значительным из рассматриваемых стран (почти на 447%), сколько изменением денежной политики властей и переходом к ускоренной денежной эмиссии (прирост денежной массы за год – 78,5%).

Случай Японии в этом отношении еще более показателен, поскольку позволяет обойти проблему временных лагов, труднопреодолимую при рассмотрении экономических явлений в течение годовых или близких к годовым отрезков времени. Совокупное снижение курса иены по отношению к доллару на 68,5% в течение более чем четырех лет сопровождалось куммулятивным повышением уровня цен в Японии всего лишь на 2,5 процентных пункта. Если бы

существовала так называемая “инфляция издержек”, если бы действовала закономерность, связывающая снижение валютного курса с повышением внутренних цен, то накопленные темпы инфляции в Японии за эти годы составили бы как минимум десятки процентов. На самом деле они оказались того же порядка, что и кумулятивный прирост денежной массы за четырехлетие.

Наконец, если бы “инфляция издержек” имела хоть какое-то право на существование, то в странах со значительными размерами импортной квоты снижение курса национальной валюты немедленно транслировалось бы в существенный рост цен. Причем в странах с более высоким удельным весом импорта в ВВП этот ценовой всплеск был бы и более значительным. Тогда в Малайзии он был бы больше, чем в Таиланде, на Филиппинах – чем в Южной Корее, во всех этих странах – чем в Индонезии. Однако ничего этого не произошло. Более того, с точки зрения теории “инфляции издержек” совершенно невозможно объяснить, почему, например, в такой стране, как Малайзия, удорожание на 60% импорта, составляющего 91% ВВП, привело к повышению уровня цен не на десятки или сотни процентов, а всего лишь на 2,9 процентного пункта.

Поэтому запугивание российских граждан всплеском инфляции, якобы неизбежно порождаемым девальвацией рубля, в лучшем случае было безосновательным, в худшем – сознательным введением населения в заблуждение. Это полностью подтвердилось последующими событиями, когда почти трехкратная девальвация рубля сопровождалась повышением годовых темпов инфляции на гораздо меньшую величину – на 44,6 процентного пункта – при кумулятивном приросте широких денег на 23% и снижении реального ВВП как минимум на 3%.

Тем не менее в отличие от этой надуманной проблемы у властей была серьезная причина опасаться девальвации рубля и пытаться противодействовать ей. Этой причиной было прекрасно осознававшееся в правительстве и Центральном банке *неизбежное в результате девальвации рубля банкротство если не всей российской банковской системы, то ряда крупнейших и наиболее влиятельных российских банков*. Банковская система страны, вскормленная государственными субсидиями периода высокой инфляции, не смогла адекватно приспособиться к снижению темпов роста цен. Постепенное сокращение государственных субсидий через механизм инфляционного перераспределения ресурсов привело российские банки к массивному привлечению иностранных кредитов и наращиванию внешней задолженности (см. табл. 4).

Если в 1993–1994 гг. сальдо российской банковской системы по иностранным активам и пассивам сохранялось на уровне, близком к нулю, то с 1995 г. оно не только стало устойчиво отрицательным, но и начало быстро возрастать. За один только 1997 год отрицательное сальдо банковской системы по иностранным операциям удвоилось и достигло 21 млрд. долл. К концу года суммарные обязательства в валюте увеличились до 32,3 млрд. долл. и составили почти треть совокупных банковских активов. За первую половину 1998 г. иностранные обязательства банковской системы удалось сократить на 3 млрд. долл., однако

Некоторые статьи баланса российской банковской системы

Показатели	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г. июнь
В млрд. руб.						
Активы, всего	60,3	206,3	342,3	520,0	622,7	623,9
Активы в иностранной валюте	15,8	49,3	46,1	73,7	68,0	72,5
Все обязательства в иностранной валюте,	16,8	51,8	85,2	132,6	193,7	182,6
в том числе:						
депозиты в иностранной валюте	12,1	37,3	55,3	72,0	85,0	77,4
обязательства в иностранной валюте	4,7	14,5	30,0	60,7	108,7	105,2
Сальдо	-1,0	-2,5	-39,1	-58,9	-125,7	-110,1
В млрд. долл.						
Активы, всего	48,4	56,5	73,8	93,6	104,2	100,2
Активы в иностранной валюте	12,7	13,5	9,9	13,3	11,4	11,6
Все обязательства в иностранной валюте,	13,5	14,2	18,4	23,9	32,4	29,3
в том числе:						
депозиты в иностранной валюте	9,7	10,2	11,9	13,0	14,2	12,4
обязательства в иностранной валюте	3,8	4,0	6,5	10,9	18,2	16,9
Сальдо	-0,8	-0,7	-8,4	-10,6	-21,0	-17,7
В % ко всем активам						
Активы, всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Активы в иностранной валюте	26,2	23,9	13,5	14,2	10,9	11,6
Все обязательства в иностранной валюте,	27,8	25,1	24,9	25,5	31,1	29,3
в том числе:						
депозиты в иностранной валюте	20,0	18,1	16,1	13,8	13,7	12,4
обязательства в иностранной валюте	7,8	7,0	8,8	11,7	17,5	16,9
Сальдо	-1,6	-1,2	-11,4	-11,3	-20,2	-17,6
В % к официальному ВВП						
Активы, всего	35,2	33,8	21,6	23,6	23,9	22,7
Активы в иностранной валюте	9,2	8,1	2,9	3,4	2,6	2,6
Все обязательства в иностранной валюте,	7,0	6,1	3,5	3,3	3,3	2,8
в том числе:						
депозиты в иностранной валюте	9,8	8,5	5,4	6,0	7,4	6,6
обязательства в иностранной валюте	2,7	2,4	1,9	2,8	4,2	3,8
Сальдо	-0,6	-0,4	-2,5	-2,7	-4,8	-4,0
В % к реальному легальному ВВП						
Активы, всего	46,1	46,1	29,8	34,1	35,5	35,4
Активы в иностранной валюте	12,1	11,0	4,0	4,8	3,9	4,1
Все обязательства в иностранной валюте,	9,2	8,3	4,8	4,7	4,8	4,4
в том числе:						
депозиты в иностранной валюте	12,8	11,6	7,4	8,7	11,1	10,4
обязательства в иностранной валюте	3,6	3,2	2,6	4,0	6,2	6,0
Сальдо	-0,8	-0,6	-3,4	-3,9	-7,2	-6,2

Источники: ЦБР, МВФ, ИЭА.

этого было явно недостаточно. В случае девальвации рубля иностранные пассивы банковской системы увеличивались бы кратно темпам падения валютного курса, что исключило бы вероятность выживания ряда влиятельнейших банков. Видимо, именно в этом и заключается важнейшая причина отказа руководства Центрального банка от подготовленных планов по девальвации рубля еще в апреле – мае 1998 г.

“В начале мая в руководстве Банка России начали самым серьезным образом обсуждаться предложения по модернизации текущей политики с тем, чтобы противостоять кризисным явлениям, приближение которых начинало чувствоваться со всей очевидностью. Предложения касались... превентивных мер по обеспечению стабильности банковской системы и интересов вкладчиков и кредиторов банков и, конечно, политики валютного курса.

В отношении последней было принято решение внести президенту РФ предложение о переходе к плавающему курсу рубля сразу после окончания майских праздников. Предложения были подготовлены, но внести их не удалось”⁴.

Судя по приведенной цитате, руководство Центрального банка вполне отдавало себе отчет и о тяжести сложившейся ситуации, и о характере альтернатив, стоявших перед властями. Тем не менее оно осознанно приняло решение отказаться от девальвации рубля, то есть продолжать поддерживать его нереалистичный курс и с помощью этого субсидировать стоявшие на грани банкротства российские коммерческие банки.

Однако необходимых валютных резервов для субсидирования банковской системы Центральный банк в своем распоряжении уже не имел – они были растрочены в предыдущие периоды в результате проведения безответственной денежно-кредитной политики. Поэтому в июне–июле 1998 г. российским правительством и Центробанком была развернута беспрецедентная кампания по привлечению внешних кредитов. В июне были размещены два транша российских еврооблигаций, увеличивших государственный долг страны на 3,8 млрд. долл. Российские бумаги размещались по заниженным ценам, что серьезно подорвало рынок облигаций и фактически сделало невозможным новые заимствования. После этого для российских властей остался практически последний существенный источник внешних кредитов – ресурсы международных финансовых организаций. В июне–июле переговоры по предоставлению России масштабного пакета международной помощи вступили в решающую стадию.

Июльская программа МВФ и ее выполнение

Взаимоотношения России с международными финансовыми организациями и особенно с МВФ никогда не были простыми. Россия является едва ли не единственной страной – членом Фонда, которая ни разу не выполнила полностью ни одной из программ, согласованных

⁴ Алексашенко С. Борьба за рубль. – Время МН, 1998, 26 октября.

Т а б л и ц а 5

Выполнение Россией программ МВФ

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г. январь-июнь
Дефицит бюджета в % к ВВП				
программа МВФ	4,9	4,0	3,0	2,0
фактически	5,4	9,1	6,8	5,9
Валовые валютные резервы в месяцах импорта				
программа МВФ	2,6	2,5	2,8	2,9
фактически	2,4	2,0	2,4	2,1
Прирост ВВП в % к предыдущему году				
программа МВФ	2,0	2,3	3,5	5,1
фактически	-4,1	-3,5	0,8	-0,5

Источники: МВФ, Минфин РФ, ЦБР, Госкомстат РФ.

с Фондом ранее (см. табл. 5). Тем не менее в силу превалирования политических, нежели экономических, факторов во взаимоотношениях между Фондом и Россией предоставление новых кредитов продолжалось. По данным на 1 сентября 1998 г., суммарный объем предоставленных займов превысил 14,4 млрд. СДР, или составил около 19 млрд. долл., что сделало Россию в настоящее время крупнейшим заемщиком МВФ.

В результате весьма сложных и длительных переговоров делегации России и МВФ 13 июля 1998 г. заявили о достижении соглашения (см. табл. 6). Неделю спустя совет директоров МВФ принял решение о выделении первого транша кредита. Еще через два дня – 22 июля первые 4,8 млрд. долл. поступили на счета Центрального банка. В том, что и как происходило летом 1998 г., обращает на себя внимание несколько обстоятельств.

Во-первых, общая сумма кредитов, предоставленных России по новому соглашению от 13 июля 1998 г. (17,1 млрд. долл.), практически совпадает с отрицательным балансом по иностранным операциям рос-

Т а б л и ц а 6

Пакет международной помощи России в соответствии с соглашением от 13.07.98 (в млрд. долл.)

Сроки предоставления	По существовавшим до 13.07.98 соглашениям			Новое соглашение от 13.07.98			Весь пакет		
	1998 г. II полу- годие	1999 г.	итого за 1,5 года	1998 г. II полу- годие	1999 г.	итого за 1,5 года	1998 г. II полу- годие	1999 г.	итого за 1,5 года
Кредиторы									
МВФ	1,3	2,2	3,5	11,2	0,4	11,6	12,5	2,6	15,1
Всемирный банк	0,9	1,1	2,0	0,8	3,2	4,0	1,7	4,3	6,0
Япония	—	—	—	0,6	0,9	1,5	0,6	0,9	1,5
Итого	2,2	3,3	5,5	12,6	4,5	17,1	14,8	7,8	22,6

Источники: МВФ, правительство РФ.

сийской банковской системы на конец июня 1998 г. (см. табл. 4). Она также близка по величине к 19 млрд. долл. валютных резервов, растроченных Центробанком в 1997 г. в результате эмиссии необеспеченных валютными резервами рублевых обязательств. Она же практически совпадает с долларовой эквивалентом летнего налогового пакета российского правительства, одобренного частично в виде законов, частично в виде указов президента РФ (см. табл. 7).

Т а б л и ц а 7

Налоговый пакет правительства РФ в июле 1998 г.

	Млрд. руб.	Млрд. долл.
Первоначальный пакет правительства РФ	102,2	16,5
Одобрено Государственной думой в виде законов	37,8	6,1
Одобрено президентом РФ в виде указов	67,4	10,9
Окончательно утвержденный пакет	105,2	17,0

Источник: правительство РФ.

Во-вторых, условием получения пакета стали два важнейших требования со стороны МВФ: увеличение доходной части федерального бюджета с 10,7 до 13,0% ВВП и сохранение в основном неизменной денежной и валютной политики⁵. Оба требования с экономической точки зрения были ошибочными. Осуществление налогового пакета в размере 105 млрд. руб. означало увеличение налогового бремени на дополнительные 8 процентных пунктов реального легального ВВП и неизбежно вело к углублению экономического спада. Поддержание нереалистичного курса рубля означало дополнительное квазифискальное налогообложение наиболее эффективного сектора российской экономики – экспортного – и субсидирование наименее эффективного, по сути, уже обанкротившегося банковского сектора. Результатом такого масштабного межсекторального перераспределения экономических ресурсов не могло быть ничто другое, как углубление экономического кризиса. Однако это был единственный способ неэкономического направления огромных финансовых ресурсов в обанкротившийся банковский сектор.

В-третьих, впервые за 6 лет взаимоотношений между МВФ и Россией средства Фонда были перечислены по предложению Банка России на счета не Минфина РФ, а ЦБР. Поскольку, согласно Закону о бюджете, Центробанк не имел права напрямую кредитовать правительство, это означает, что пакет международной помощи предназначался не для облегчения проблем российского бюджета и не для смягчения задачи обслуживания и рефинансирования государственного долга, а для компенсации последствий ошибок Центробанка, допущенных им в денежно-кредитной и валютной политике, а также для субсидирования банковской системы.

⁵ IMF. Russian Federation—Use of Fund Resources—Request for Augmentation of Extended Arrangement and Request for Purchase under the Compensatory and Contingency Financing Facility. EBS/98/120. Supplement 1, 1998, July 17, p. 9, 13.

Как известно, через две недели после одобрения программы Минфин обратился с просьбой о перечислении одного миллиарда долларов (из 4,8 млрд. долл. первого транша) на свои счета и использовании его в целях обслуживания государственного долга. После определенной дискуссии и некоторого сопротивления со стороны Центробанка деньги Минфину РФ были перечислены. Но именно этот факт лишний раз доказывает, что изначально большая часть средств из пакета международной помощи предназначалась вовсе не для бюджетных целей.

В-четвертых, практическая деятельность на рынке как минимум одного российского банка, находящегося в собственности Центробанка, позволяет утверждать, что она прямо содействовала углублению финансового кризиса. Вот какое поистине сенсационное объяснение разразившегося менее чем через три недели краха дает доклад МВФ “Перспективы мировой экономики”: “Наконец, государственный Сбербанк принял решение не продлевать свой значительный портфель казначейских облигаций, срок оплаты которых приходился на последние две недели июля, вынудив тем самым правительство брать в долг под сравнительно высокие проценты для обслуживания своего долга и подорвав уверенность других инвесторов в том, что правительство сможет осуществить продление своего долга в будущем”⁶.

Это означает, что принадлежащий государству (точнее, Центральному банку) “Сбербанк – крупнейший держатель ГКО – отказался осуществлять традиционный ролловер, при котором номинальный объем подлежащих оплате облигаций погашается облигациями нового выпуска... Проще говоря... Сбербанк обанкротил российское правительство и привел его к дефолту...”

Можно представить себе только одну единственную ситуацию, в которой Сбербанк неожиданно отказывается от очередного ролловера и тем самым фактически приводит правительство к банкротству. Это возможно только при наличии прямого указания хозяина Сбербанка – Центрального банка Российской Федерации...

Интересный вопрос – что сделал Сбербанк с полученными от Минфина рублями? Куда можно поместить ликвидные средства в России? Ответ напрашивается сам по себе – в доллары. Не был ли Сбербанк тем самым “спекулянтом”, который обрушил государственный кредит и “вывел” деньги за рубеж?”⁷.

Все вышесказанное позволяет сделать вывод, что главной, если не единственной целью пакета международной помощи России летом 1998 г. стало обеспечение массивного субсидирования Центрального банка, российской банковской системы, включая и самый крупный государственно-коммерческий банк – Сбербанк, за счет увеличения государственного внешнего долга, дополнительного текуще-

⁶ IMF. World Economic Outlook. A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C. 1998, September, p. 67.

⁷ Экономист. Заметки о 17 августа. – <http://www.fe.msk.ru/libertarium/party/econ2.html>

го квазифискального и будущего традиционного налогообложения остальных секторов российской экономики и ее граждан. В целом за четыре месяца 1998 г. – с мая по август – проведение этой политики обошлось стране в 16,5 млрд. долл. (прирост внешнего государственного долга) и завершилось глубочайшим финансовым, экономическим и политическим кризисом.

Т а б л и ц а 8

Крупнейшие денежно-финансовые катаклизмы в России (СССР) в XX в., организованные государством

Дата	Содержание	Авторы	
		руководители исполнительной власти	руководители денежных и финансовых властей
21 января 1918 г.	Отказ от погашения государственного долга (царских и Временного правительств)	В. Ленин	В. Менжинский
1918–1923 гг.	Гиперинфляция совзнака	В. Ленин	В. Менжинский
1926 г.	Отказ от частичной конвертируемости червонца	А. Рыков	Н. Брюханов
1947 г. декабрь	Конфискационная денежная реформа	И. Сталин	А. Зверев
1956 г.	Отказ от погашения государственных облигаций восстановления народного хозяйства	Н. Хрущев	А. Зверев
1 января 1961 г.	Конфискационная денежная реформа	Н. Хрущев	В. Гарбузов
21–23 января 1991 г.	Конфискационная денежная реформа (замена 50 и 100-рублевых банкнот)	В. Павлов	В. Геращенко
1991 г. декабрь	Отказ от платежей по внешнему государственному долгу СССР (банкротство Внешэкономбанка СССР)	Б. Ельцин	Г. Матюхин, Е. Гайдар
23–25 июля 1993 г.	Конфискационная денежная реформа (замена советских рублей на российские)	В. Черномырдин	В. Геращенко
11 октября 1994 г.	“Черный вторник” (девальвация рубля на 27% в течение одного дня)	В. Черномырдин	В. Геращенко, С. Дубинин
17 августа 1998 г.	Девальвация рубля, банкротство государства по внутреннему долгу, введение контроля за движением капитала	С. Кириенко	С. Дубинин, М. Задорнов

Источник: ИЭА. Очередной денежно-финансовый катаклизм. – Бюллетень по проблемам экономической и социальной политики, 1998, 26 августа, с. 1.

* *
*

Главной причиной тяжелейшего финансового кризиса, в котором оказалась наша страна, стала проводившаяся в последние годы экономическая политика – бюджетная политика правительства и денежно-кредитная и валютная политика Центрального банка. Экономическая политика была и остается откровенно перераспределительной, то есть социалистической (в принятом в экономической науке смысле слова). Степень вмешательства государства в экономическую жизнь вообще, масштабы государственного перераспределения финансовых ресурсов через бюджетную и квазибюджетную системы в частности находились на столь высоком уровне, что крах экономики, обреченной нести столь непосильное бремя, был предreshен. Таким образом, финансовый кризис, потрясающий Россию уже не первый год, оказался не чем иным, как кризисом модели социалистической экономической политики. Социалистическое (государственное) распределение натуральных ресурсов, господствовавшее до 1991 г., было заменено на такое же по сути социалистическое (государственное) распределение финансовых ресурсов.

С экономической точки зрения решения, принятые российским правительством и Центральным банком 17 августа 1998 г. – об отказе от обслуживания государственного долга и 90-дневном моратории на обслуживание внешних кредитов частными компаниями и банками, – представляют собой не что иное, как конфискацию средств частных инвесторов, российских и зарубежных, совершенную в особо крупных размерах. По своей природе эти решения мало чем отличаются от декрета СНК РСФСР от 21 января 1918 г. об отказе от погашения государственного долга царских и Временного правительств, об отказе советских правительств от погашения государственных облигаций восстановления народного хозяйства, от денежных реформ 1926, 1947, 1961, 1991, 1993 гг. и других денежно-финансовых катаклизмов, организованных государством (см. табл. 8). Грандиозный финансовый крах, организованный государством в августе 1998 г., стал эффективным крахом очередной попытки реализации социалистической модели экономической политики.