

А. ИЛЛАРИОНОВ,
директор Института
экономического анализа

МИФЫ И УРОКИ АВГУСТОВСКОГО КРИЗИСА

У Р О К И

В первой части этой статьи¹ были рассмотрены наиболее распространенные толкования причин российского финансового кризиса весны–лета 1998 г., выдвинутые непосредственными авторами и участниками “решений 17 августа” – представителями тогдашнего руководства правительства РФ, Центрального банка, а также МВФ. Хотя эти причины регулярно называются многими участниками продолжающейся дискуссии, ни одна из предложенных версий, как мы видели, будь то мировой финансовый кризис, влияние “азиатской эпидемии”, недоверие инвесторов, падение мировых цен на нефть, отставка правительства В. Черномырдина 23 марта 1998 г., “недостаточная” финансовая помощь из-за рубежа, отказ Государственной думы поддержать фискальную программу правительства С. Кириенко – МВФ, поведение Сбербанка в августе 1998 г., “неспособность” российского правительства собирать налоги, психологические причины или “нехватка времени и везения” – ни сами по себе, ни вместе взятые не являются убедительными доказательствами возникновения и развития российского финансового кризиса.

Тем не менее очевидно, что если кризис произошел, то у него были причины. Главная причина возможного валютного кризиса в России – *несоответствие валютных активов денежных властей их рублевым обязательствам* – была названа нами два года назад². Одновременно были сформулированы меры, которые могли бы предотвратить валютный кризис или по крайней мере смягчить его течение и последствия. В последующие девять месяцев Институтом экономического анализа неоднократно предпринимались попытки привлечь внимание и властей, и общественности к причинам валютного кризиса, а также предлагались методы борьбы с ним³. Нака-

¹ Мифы и уроки августовского кризиса. – Вопросы экономики, 1999, № 10.

² “Главным критерием для оценки вероятности валютной дестабилизации выступает соотношение валютных резервов и денежных активов, т.е. способность денежных властей удовлетворить спрос на конвертируемую валюту как со стороны нерезидентов, так и со стороны резидентов. Чем ниже соотношение резервов и денежных активов, тем выше вероятность дестабилизации... Валютный кризис в России не является неизбежным. Тем не менее необходимо принять меры предосторожности”. – Мировой фондовый кризис и Россия. Затронет ли Россию “азиатский вирус?” – ИЭА. Бюллетень по проблемам экономической и социальной политики, 1997, 27 ноября, с. 5.

³ Финансовый кризис в России. – ИЭА. Бюллетень по проблемам экономической и социальной политики, 1998, 24 июня; Девальвация рубля неизбежна, но ее цена может быть разной. – Финансовые известия, 1998, 2 июля; Девальвация неизбежна как закон всемирного тяготения. – Новое время, 1998, 5 июля; Девальвация рубля: аргументы за и против. – Известия, 1998, 9 июля; Последнее предуп-

нуне августовского кризиса и другие авторы доказывали неизбежность и желательность девальвации рубля⁴. Тем не менее эти предупреждения и рекомендации не были восприняты властями, которые своими практическими действиями лишь обостряли течение кризиса и усугубляли его последствия. Однако даже после того, как кризис произошел, его адекватная характеристика как кризиса прежде всего валютного была дана лишь в нескольких работах⁵.

Характер денежно-кредитной и валютной политики Центрального банка РФ

Если по поводу девальвации как инструмента частичного преодоления накопленных в российской экономике противоречий в настоящее время существует нечто близкое к консенсусу, то относительно корней самого кризиса ничего похожего не наблюдается. Тем не менее проведенный анализ позволяет утверждать, что *важнейшей причиной финансового (валютного) кризиса в России весной-летом 1998 г. стала денежно-кредитная и валютная политика Центрального банка, проводившаяся в период действия так называемого валютного “коридора” в июле 1995 – августе 1998 гг. и существенно усугубленная в мае-августе 1998 г.*

Действия ЦБР в 1995–1998 гг., приведшие к валютному кризису, уже подвергались нашему критическому анализу⁶. Тем не менее они требуют более детального рассмотрения особенно потому, что заблуждения на этот счет по-прежнему весьма распространены. С точки зрения бывшего руководства Центрального банка, проводившаяся им де-

реждение. – Пресс-релиз ИЭА 12 июля 1998; Ошибка нерезидента. – ИЭА. Бюллетень по проблемам экономической и социальной политики, 1998, 29 июля; Долги останутся внукам. – Аргументы и факты, № 27 (924), 1998, июль; Нужно ли защищать “сильный” рубль? – ИЭА. Бюллетень по проблемам экономической и социальной политики, 1998, 13 августа. Кроме того, наша позиция о неизбежности девальвации рубля была отражена в ряде средств массовой информации, в частности, см.: АК&М, 1998, 24 июня; Финансовые известия, 1998, 25 июня; Независимая газета, 1998, 25 июня, 1998, 30 июля, 1998, 14 августа; Новые известия, 1998, 25 июня; Экономика и жизнь, 1998, № 30, июнь; Русский телеграф, 1998, 25 июля; Интерфакс АиФ, № 27–28, 1998, июль; Россия, 1998, 7 августа; Российская газета, 1998, 8 августа; Финансовая Россия, 1998, № 28, август; Financial Times, June 25, July 30, 1998; Moscow Times, July 30, 1998; Reuters, August 13, 1998.

⁴ Popov V. An Overvalued Rouble Is Russia's Unaffordable Luxury. – Financial Times, December 11, 1997; Попов В. Арифметика девальвации: Почему нам нужен курс 12 рублей за доллар. – НГ – Политэкономия, 1988, июнь; Львин Б. Наметки краткосрочной программы выхода из кризиса, 1998, 5 июня. – http://www.libertarium.ru/libertarium/1_pt_lvinprog; Dolan E. Strong Ruble Is Too Heavy a Cross for Russia to Carry. – Moscow Times, June 30, 1998; Oppenheimer P. Devalue the Rouble. – Financial Times, June 12, 1998; Кошкарева Т., Нарзикулов Р. Девальвация и мифы. – Независимая газета, 1998, 8 июля.

⁵ Экономист. Заметки о 17 августа. – <http://www.libertarium.ru/party/econ2.html>; Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис. – Вопросы экономики, 1998, № 11, 12; Попов В. Уроки валютного кризиса в России и в других странах. – Вопросы экономики, 1999, № 6.

⁶ Вопросы экономики, 1998, № 12, с. 12–22.

нежно-кредитная и валютная политика была твердой, жесткой, “монетаристской”: “Центробанк не согласен идти на смягчение денежно-кредитной политики... На необеспеченную эмиссию ЦБ не пойдет... Слухи о кончине рубля преждевременны. У нас нет информации, что население стало изменять рублю и доверять доллару”⁷. “Для падения рубля объективных причин нет и сейчас. Мы пока еще не печатаем денег. У нас все та же жесткая кредитно-денежная политика. И причины падения рубля – чисто психологические”⁸. “...Не может быть устойчивой экономика в государстве, которое пытается компенсировать мягкость бюджетной политики жесткостью денежной.”⁹

Данную позицию разделяют, в частности, и сотрудники Института экономики переходного периода: “В 1997 году продолжилась реализация последовательно жесткой денежно-кредитной политики, начавшаяся в 1995 году”¹⁰. “Сочетание жесткой денежной и мягкой бюджетной политики не бывает долгосрочно устойчивым... Именно такое сочетание жесткой денежной и мягкой бюджетной политики в условиях мирового финансового кризиса... привело к такому жесткому разворачиванию кризиса в 1998 году... Обострение банковского кризиса... было спровоцировано ухудшением ситуации на финансовых рынках на фоне жесткой денежной политики первого полугодия 1998 г. Проведение жесткой денежной политики в условиях развивающегося банковского кризиса, одной из причин которого является сама жесткая денежная политика, крайне затруднительно”¹¹. “Начиная с 1995 г. процесс макроэкономической стабилизации... осуществлялся за счет проведения жесткой денежной политики на фоне высокого уровня бюджетного дефицита... Банковский кризис... был спровоцирован ухудшением ситуации на финансовых рынках на фоне жесткой денежной политики первого полугодия 1998 г... Дальнейшее замедление темпов роста цен в большой степени объясняется жесткой денежно-кредитной политикой ЦБР в августе 1998 г.”¹²

Эта точка зрения имеет влиятельных сторонников также и за рубежом. В докладе Института международных финансов, опубликованном всего лишь за неделю до 17 августа, денежная политика российского Центробанка именовалась не иначе, как “жесткой” и “жестко ограничительной”¹³. Это неудивительно, поскольку именно такую характеристику денежно-кредитной и валютной политики ЦБР дал

⁷ Сергей Алексашенко: экономике не нужны дополнительные деньги. – *Время*, 1998, 31 июля.

⁸ Алексашенко С. Причины падения рубля – чисто психологические. – *Эксперт*, 1999, 14 сентября, с. 24.

⁹ Алексашенко С. Битва за рубль. М.: АльмаМатер, 1999, с. 236.

¹⁰ ИЭППП. Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1991–1997. М., 1998, с. 355.

¹¹ ИЭППП. Российская экономика в январе–сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы (выпуск 19). М., 1998, ноябрь, с. 8, 9, 86, 105–106.

¹² Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика (*Институт экономических проблем переходного периода*). – *Вопросы экономики*, 1998, № 11, с. 36, 54, 57.

¹³ Institute of International Finance. Russian Federation Economic Report. Washington, 1998, August 10, p. 1, 5.

главный мировой финансовый авторитет – МВФ, который в своей программе для России сформулировал важнейшее требование к российским властям: “Денежная и валютная политика до конца 1998 г. должна оставаться в целом неизменной для того, чтобы защитить ее единственное достижение – резкое падение темпов инфляции в последние годы, и добиться дальнейшего постепенного их снижения”¹⁴.

Проверим, насколько утверждения о “жесткости” денежной политики соответствуют действительности. Для этого проанализируем проводившуюся в последние годы денежную политику по трем основным периодам – до начала валютного “коридора” (январь 1994 – июнь 1995 гг.), во время валютного “коридора” (июль 1995 – август 1998 гг.) и после него (с сентября 1998 г.). При этом “коридорный” период денежной политики разделим на два этапа – на период до финальной стадии валютного кризиса (июль 1995 – апрель 1998 гг.) и на период, совпадающий с финальной стадией кризиса (май–август 1998 г.).

На первый взгляд значения практически всех показателей денежной политики в период действия валютного “коридора” свидетельствуют о ее относительно большей жесткости по сравнению с политикой, проводившейся как до, так и после установления валютного “коридора” (см. табл. 1). Во время действия валютного “коридора” темпы прироста денежных агрегатов, инфляции, изменения валютного курса были значительно ниже, чем до июля 1995 г. или после августа 1998 г. Причем рекордно минимальных значений эти показатели достигли именно на финальной стадии кризиса – в мае–августе 1998 г., когда денежная база фактически оставалась неизменной, а денежный агрегат М2 сократился даже в номинальном измерении. Но именно такие параметры денежной политики заставляют задаться вопросом: если денежная политика была столь жесткой, то почему же произошла девальвация рубля?

При ответе на этот вопрос надо иметь в виду, что приведенные в таблице 1 показатели характеризуют лишь одну сторону денежно-кредитной и валютной политики – поддержание относительно стабильной (или по крайней мере предсказуемо изменяющейся) покупательной способности рубля по отношению к товарам и услугам, обращающимся на внутреннем рынке. Они не отражают другую составную часть денежной и валютной политики – поддержание относительно стабильной (или по крайней мере предсказуемо изменяющейся) покупательной способности рубля по отношению к товарам и услугам, обращающимся на мировом рынке (через обеспечение стабильного курса рубля по отношению к иностранным валютам).

Рассмотрим эту вторую часть денежной политики. *В основе валютного курса лежит соотношение между обязательствами денежных властей в национальной валюте и их активами в иностранной валюте.* В качестве пассивов денежных властей в национальной валюте чаще всего используется их наиболее ликвидная часть – денежная база, в качестве активов – валовые валютные резервы (рис. 1).

Следовательно, чем меньше валютные резервы, тем соответственно ниже при прочих равных условиях будет курс национальной ва-

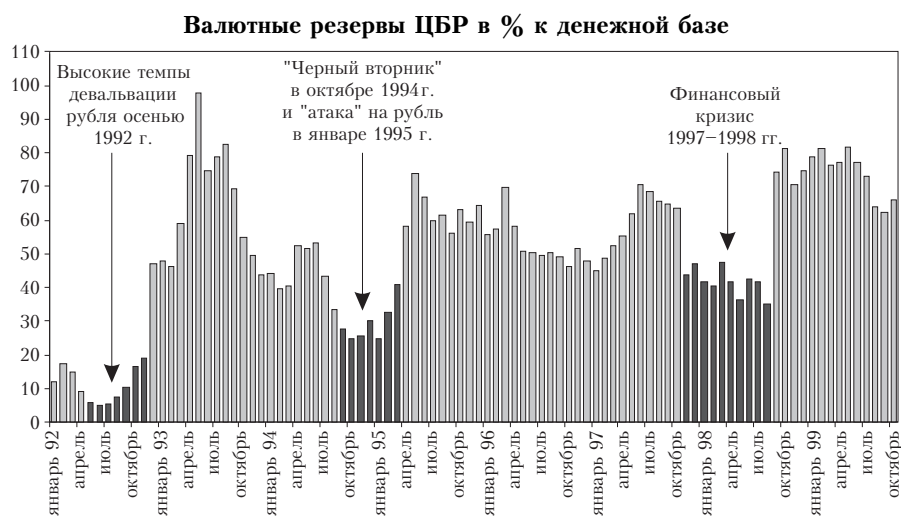
¹⁴ IMF Survey, 1998, vol. 27, No 15, August 3, p. 239.

Показатели денежной политики в 1994–1999 гг.
(среднемесячные значения по периодам)

Показатели	Периоды	Во время валютного “коридора”, в том числе:			После валютного “коридора”	
		До валютного “коридора”	до финальной стадии кризиса	во время финальной стадии кризиса		весь период
		январь 1994–июнь 1995 гг.	июль 1995–апрель 1998 гг.	май–август 1998 г.		июль 1995–август 1998 гг.
	1	2	3	4	5	
1. Темпы инфляции, %		10,0	1,8	1,1	1,7	7,8
2. Темпы изменения валютного курса руб./долл., %		7,4	0,9	3,1 (0,6)*	1,1	13,4
3. Темпы прироста денежных агрегатов, %						
М0		8,2	2,7	0,9	2,5	5,0
М2		9,1	2,5	-1,7	2,1	5,1
4. Темпы прироста денежной базы, %		8,2	2,5	0,0	2,3	4,8
5. Приросты денежной базы в % к ВВП		4,2	1,4	0,0	1,3	3,3
6. Темпы прироста всех активов ЦБР, %		10,1	1,2	1,2	1,2	8,5

* Май–июль 1998 г.

Источник: расчеты ИЭА по данным ЦБР, Госкомстата России (Росстатагентства).



Источники: ЦБР, ИЭА.

Рис. 1

люты, измеряемый в единицах иностранной валюты, и тем выше опасность валютной дестабилизации. Как видно из таблицы 2 (строка 1), во время финальной стадии финансового кризиса 1997–1998 гг. это соотношение оказалось минимальным – около 39% по сравнению с 42–55% в среднем за предшествующий период и с 77% в последовавшие затем месяцы. Какие факторы повлияли на снижение этого соотношения – валовые валютные резервы, денежная база – или оба вместе?

Что касается изменения *денежной базы*, то денежная политика выглядит наиболее сдержанной в период действия валютного “коридора”, причем особенно на последнем этапе его функционирования (см. табл. 1, строка 4). Однако динамика *валовых валютных резервов* оказывается прямо противоположной (см. табл. 2, строка 2). В результате среди трех рассматриваемых периодов денежной политики в России наиболее “слабой” выглядит политика, проводившаяся во время действия валютного “коридора”. Тогда валовые валютные резервы сокращались в среднем на 50 млн. долл. в месяц, хотя накануне установления валютного “коридора” они возросли на 236 млн. долл. ежемесячно, а после его отмены оставались практически неизменными. В наибольшей же степени денежная и валютная политика была смягчена на финальной стадии кризиса, когда темпы сокращения валовых валютных резервов достигали 690 млн. долл. в месяц. Изменение дисбаланса (разницы) между валовыми валютными резервами и величиной денежной базы, рассчитанной в долларах по текущему валютному курсу, показывает, что быстрее всего дисбаланс возрастал как раз в период действия валютного “коридора”, после отмены которого он был резко сокращен (рис. 2).

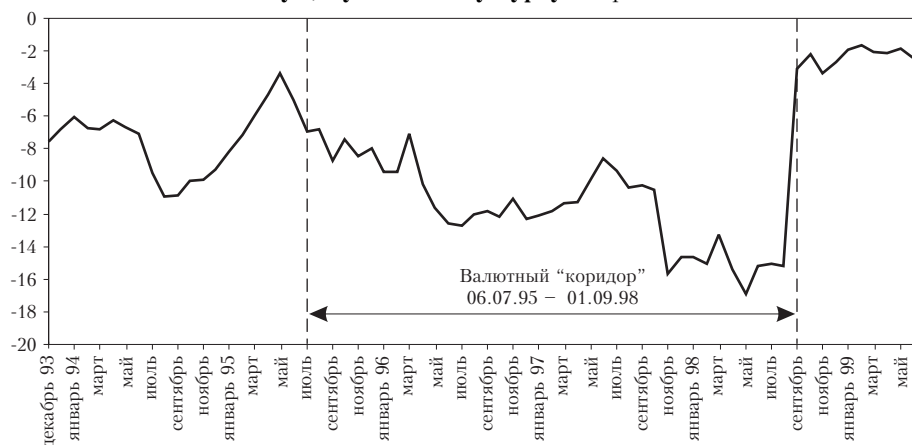
Если же проанализировать изменения *компонентов денежной базы* – чистых валютных резервов и чистых внутренних активов, то мягкость денежной и валютной политики в период действия всего валютного “коридора” и особенно на его финальной стадии становится особенно очевидной. До и после установления валютного “коридора” *чистые валютные резервы* хотя и с разной скоростью, но

Изменения параметров денежной базы и ее компонентов в 1994–1999 гг.
(среднемесячные значения по периодам)

Показатели	Периоды	Во время валютного “коридора”, в том числе:			После валютного “коридора”	
		До валютного “коридора”	до финальной стадии кризиса	во время финальной стадии кризиса		весь период
		январь 1994–июнь 1995 гг.	июль 1995–апрель 1998 гг.	май–август 1998 г.		июль 1995–август 1998 гг.
	1	2	3	4	5	
1. Валовые валютные резервы в % к денежной базе	42,3	54,7	38,9	53,0	77,2	
2. Приросты валовых валютных резервов, млн. долл.	236	26	-690	-50	-1	
3. Приросты чистых валютных резервов, млн. долл.	30	-197	-1979	-384	212	
4. Приросты чистых внутренних активов, млн. долл.	67	527	1234	602	-1491	
5. Темпы прироста чистых внутренних активов, %	0,6	2,8	4,0	3,0	-5,6	
6. Темпы прироста кредитов ЦБР, %						
правительству	10,1	2,3	-2,2	1,8	11,3	
коммерческим банкам	3,7	-2,4	30,0	0,6	-4,7	

Источник: расчеты ИЭА по данным ЦБР.

**Дисбаланс валовых валютных резервов
и рублевой денежной базы НО, рассчитанной
по текущему валютному курсу (млрд. долл.)**



Источник: ИЭА – здесь и далее к рис. 3–8.

Рис. 2

все же увеличивались, в период же его действия они сокращались в среднем на 384 млн. долл. в месяц, причем на финальной стадии кризиса – почти на 2 млрд. долл. ежемесячно (см. табл. 2, строка 3).

С другой стороны, во время действия валютного “коридора” *чистые внутренние активы* возрастали очень быстрыми темпами – ежемесячно на 602 млн. долл., или на 3,0%, до валютного “коридора” они хотя и увеличивались, но медленнее, а после его отмены – быстро сокращались. Политика денежных властей стала особенно безответственной на финальной стадии кризиса, когда Центральный банк РФ не только не прекратил наращивать чистые внутренние активы, но и ускорил их рост – на 1234 млн. долл. в месяц.

Анализ *чистых внутренних активов денежных властей по компонентам* показывает, что кредиты Центробанка во время финансового кризиса направлялись не на финансирование правительства (как можно было бы ожидать), а главным образом на поддержку коммерческих банков, темпы кредитования которых достигали 30% в месяц. Неадекватность денежной политики в конце концов был вынужден признать и МВФ: “Критически важным фактором [кризиса – А.И.] стала продолжавшаяся крупномасштабная экспансия кредитования Центральным банком России, поскольку он стремился поддержать российские коммерческие банки”¹⁵.

Таким образом, динамика структуры денежной базы (увеличение чистых внутренних активов за счет сокращения чистых валютных резервов) показывает, что денежная и валютная политика Центрального банка во время действия валютного “коридора” и особенно на финальной стадии финансового кризиса оказалась гораздо

¹⁵ IMF. World Economic Outlook, October 1998. A Survey by the Staff of the International Monetary Fund, Washington, DC, p. 55.

более мягкой, чем до и после введения валютного “коридора”. При этом отсутствие традиционного кредитования правительства в мае–августе 1998 г. с лихвой было компенсировано беспрецедентным увеличением кредитования коммерческих банков.

Всего за чуть более чем трехлетний период действия валютного “коридора” чистые валютные резервы денежных властей сократились на 14,6 млрд. долл., причем более половины этой суммы – 7,9 млрд. долл. – пришлось на май–август 1998 г. Огромные потери чистых валютных резервов восполнялись за счет новых внешних заимствований. Именно массированные валютные займы камуфлировали до поры до времени безответственную политику денежных властей, создавая у некоторых наблюдателей поверхностное впечатление ее жесткости. Формально низкие темпы прироста денежной базы (так называемая жесткая денежная политика) объяснялись тем, что, продолжая и даже усиливая свою экспансионистскую политику, Центральный банк финансировал ее за счет “повторного использования” иностранных кредитов, ранее предоставленных российскому правительству и размещенных на его счетах. Тем самым часть рублевых обязательств Центробанка замещалась его валютными обязательствами. Однако тот факт, что общий объем рублевых обязательств при этом не уменьшался (денежная база либо оставалась стабильной, либо увеличивалась), означал, что валютные обязательства объединенных денежных властей нарастали. По этой причине действительная величина валютных обязательств денежных властей требует уточнения.

Уточнение обязательств денежных властей в иностранной валюте

Сопоставление активов денежных властей в иностранной валюте и их обязательств в национальной валюте, проведенное выше, является необходимым, но не достаточным. В отличие от активов в иностранной валюте, так или иначе учитываемых в балансе Центрального банка¹⁶, ряд валютных пассивов отражения в балансе не получает. Помимо эксплицитных (явных) обязательств Центробанка существуют также еще и его имплицитные (неявные) обязательства. Поэтому наряду с традиционным показателем денежной базы – Н0 – для анализа таких обязательств предлагается использовать два дополнительных условных показателя денежной базы – агрегаты Н1 и Н2, включающие наряду с рублевыми обязательствами также и валютные обязательства денежных властей.

Одним из таких обязательств является *задолженность правительства по иностранным кредитам*. По отношению к внешнему миру правительство и Центральный банк имеет смысл рассматривать как объединенные денежные власти. Независимо от того, на чей непосредственно счет зачисляются иностранные кредиты – на счет правительства или Центрального банка, при внешнем кредитовании проис-

¹⁶ Здесь не имеются в виду заведомые искажения руководством Центробанка статистической отчетности по валютным резервам, ставшие достоянием гласности в последнее время.

ходит автоматическое увеличение валютных резервов денежных властей. Тем не менее соответствующий прирост обязательств в иностранной валюте формально осуществляется лишь тогда, когда получателем иностранных кредитов выступает Центральный банк. При получении кредитов правительством увеличения валютных обязательств Центробанка формально не происходит. Однако для погашения внешнего долга правительство обязано приобрести необходимую валюту у Центробанка. Последний, в свою очередь, должен ко времени погашения кредитов иметь на своих счетах их валютный эквивалент.

Таким образом, валютные обязательства на соответствующую сумму на самом деле возникают и у объединенных денежных властей. При внешнем кредитовании увеличиваются не только их активы, но и пассивы. Тогда *более широкий агрегат денежной базы Н1 будет равен сумме денежной базы Н0 и задолженности правительства в иностранной валюте*. Как и в случае с денежной базой (рис. 2), помесечная динамика обязательств федерального правительства в иностранной валюте показывает, что особенно быстрыми темпами нарастание его задолженности происходило именно во время действия валютного “коридора” (рис. 3).

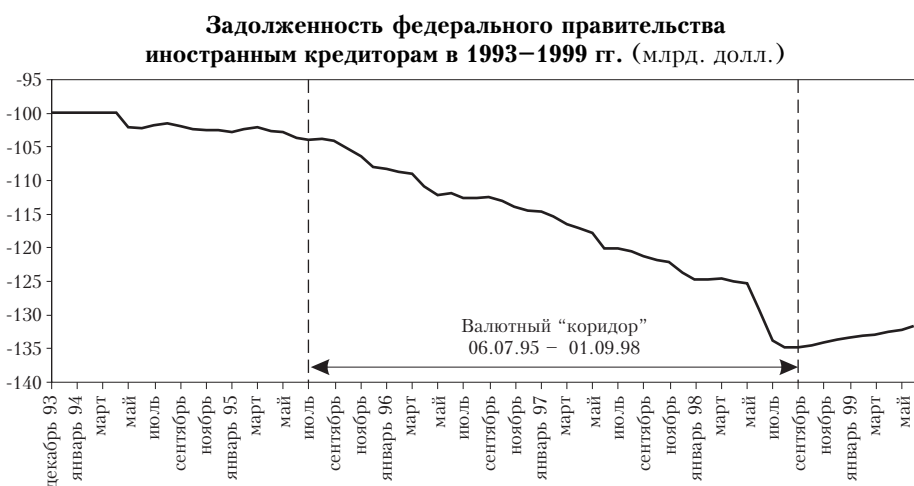


Рис. 3

Другим важным имплицитным обязательством денежных властей выступает *отрицательное валютное сальдо баланса коммерческих банков*. Объявляемая Центральным банком готовность удерживать курс национальной валюты в известных пределах означает не что иное, как его готовность нести дополнительные расходы. Следовательно, денежные власти принимают на себя обязательство проводить валютные интервенции для поддержания желаемого уровня валютного курса, а в случае изменения курсовой политики – компенсировать коммерческим банкам их валютные убытки (полностью или частично). Поэтому уровень валютных рисков для коммерческих банков снижается. Это означает лишь то, что возрастает масштаб их имплицитного (а в определенных условиях – и эксплицитного) субсидирования за счет денежных властей.

Тогда расширенная денежная база Н2 будет представлять собой величину, равную сумме денежной базы Н1 и отрицательного сальдо консолидированного баланса коммерческих банков с обратным знаком. Как и в двух предыдущих случаях (рис. 2 и 3), динамика чистого баланса валютных активов и пассивов коммерческих банков свидетельствует о том, что наиболее быстрыми темпами нарастание их чистой задолженности происходило во время действия валютного “коридора” (рис. 4).



Рис. 4

Изменение показателей денежной базы Н1 и Н2 по компонентам (см. табл. 3) показывает, что “качество” денежной и валютной политики в период действия валютного “коридора” оказалось чрезвычайно низким, а на финальной стадии валютного кризиса весной–летом 1998 г. – наихудшим среди всех рассматриваемых периодов. В то время как валютные резервы денежных властей сокращались, их валютные обязательства быстро нарастали, еще больше увеличивая значительный дисбаланс между ними. Отношения валютных резервов к денежной базе (агрегаты Н0, Н1, Н2) в мае–августе 1998 г. опустились до минимальных значений, предопределяя тем самым высокую скорость последовавшей затем девальвации рубля. Очевидно, что нет никаких оснований называть такую денежно-кредитную и валютную политику ответственной, твердой, жесткой.

Динамика сальдо объединенного баланса валютных активов и пассивов российского Центрального банка, правительства РФ и консолидированной системы российских коммерческих банков представлена на рис. 5. На нем хорошо видно, что переход к политике валютного “коридора” летом 1995 г. спровоцировал резкое, продолжавшееся вплоть до августа 1998 г. увеличение внешней задолженности как объединенного государственного (правительства и Центробанка), так и банковского секторов. За три с небольшим года действия валютного “коридора” размеры денежной базы Н0, не обеспеченные валютными резервами по текущему валютному курсу, возросли на 8,3 млрд. долл., задолженность федерального правительства иност-

Сопоставление валютных активов и уточненных валютных обязательств денежных властей
(среднемесячные приросты в млн. долл. и темпы прироста в %)*

Показатели	Периоды		Во время валютного “коридора”, в том числе:						После валютного “коридора”	
			До валютного “коридора”		до финальной стадии кризиса		во время финальной стадии кризиса			
	январь 1994–июнь 1995 гг.		июль 1995–апрель 1998 гг.		май–август 1998 г.		июль 1995–август 1998 гг.		сентябрь 1998–июнь 1999 гг.	
	1		2		3		4		5	
1. Валовые валютные резервы	236	3,1	26	0,2	-690	-7,0	-50	-0,5	-1	0,0
2. Денежная база Н0	97	0,7	331	1,6	-744	-3,0	217	1,2	-1279	-7,6
3. Задолженность правительства в иностранной валюте	208	0,2	627	0,6	2444	1,9	818	0,7	-316	-0,2
4. Денежная база Н1 [2+3]	305	0,3	958	0,7	1700	1,1	1035	0,8	-1595	-1,1
5. Чистое сальдо обязательств коммерческих банков в иностранной валюте	255	11,2	369	3,6	-345	-2,0	294	3,0	-1023	-9,2
6. Денежная база Н2 [4+5]	560	0,5	1327	0,9	1355	0,8	1329	0,9	-2618	-1,6
7. Дисбаланс между валовыми валютными резервами и денежной базой Н0 [1-2]	139	-2,2	-305	3,3	54	-0,4	-267	2,9	1278	-16,8
8. Дисбаланс между валовыми валютными резервами и денежной базой Н1 [1-4]	-69	0,1	-932	0,8	-2390	1,7	-1085	0,9	1594	-1,1
9. Дисбаланс между валовыми валютными резервами и денежной базой Н2 [1-6]	-324	0,3	-1301	1,0	-2045	1,3	-1379	1,0	2617	-1,7
<i>Валовые валютные резервы в % к:</i>										
денежной базе Н1	9,8		22,2		14,1		21,3		33,0	
денежной базе Н2	10,2		18,7		11,3		17,9		24,7	

* Курсивом выделены значения среднемесячных темпов прироста в %.

Источник: расчеты ИЭА по данным ЦБР.



Рис. 5

ранным кредиторам – на 31,1 млрд., отрицательное сальдо консолидированной системы российских коммерческих банков в иностранной валюте – на 11,2 млрд., а иностранная задолженность объединенного государственного и банковского секторов – на 42,3 млрд. долл. Поскольку за этот же период произошло снижение валютных резервов страны, то итоговый дисбаланс между совокупными валютными активами и совокупными валютными пассивами денежных властей возрос на 52,4 млрд. долл. Такой в финансовом отношении оказалась цена политики валютного “коридора”.

Перелом в тенденции роста валютных обязательств наступил лишь после отказа от политики формального регулирования валютного курса в сентябре 1998 г. За десять месяцев, прошедших с того времени, валютный эквивалент рублевой денежной базы НО (по текущему валютному курсу) уменьшился на 12,8 млрд. долл., чистая задолженность федерального правительства иностранным кредиторам – на 3,2 млрд., отрицательное сальдо российских коммерческих банков – на 10,2 млрд. долл. И хотя в целом дисбаланс между валютными активами и валютными пассивами объединенного государственного и банковского секторов России продолжает оставаться весьма значительным, его величина за сентябрь 1998 – июнь 1999 гг. снизилась на 26,2 млрд. долл.

Цели политики объединенных денежных властей в мае–августе 1998 г.

Накануне финальной стадии финансового кризиса – в апреле 1998 г. – объединенный валютный баланс денежных властей в части запасов выглядел следующим образом: совокупные валютные активы (валовые валютные резервы) составляли около 11 млрд. долл. (с учетом золота – примерно 16 млрд. долл.); совокупные валютные обязательства (по текущему валютному курсу) – 175,6 млрд., в том числе: денежная база – 26,4 млрд. долл., валютная задолженность федерального правительства – 131,3 млрд., чистое отрицательное сальдо валютных активов и пассивов коммерческих банков – 17,9 млрд. долл.

Хотя суммарные потребности правительства и коммерческих банков в обслуживании своих текущих валютных обязательств были меньше, чем абсолютные размеры их накопленной задолженности, дисбаланс между доступными для денежных властей ликвидными валютными активами и валютными пассивами, требовавшими погашения в течение обозримого периода (скажем, на предстоящий год), составлял не менее 25–30 млрд. долл. (в зависимости от степени исполнения графика платежей правительством и доли денежной базы, могущей быть использованной для приобретения валюты).

Положение осложнялось не только тем, что дисбаланс между валютными активами и валютными пассивами был “накоплен” в отношении *запасов*. Во второй половине 1997 г. стал очевидным дисбаланс и в отношении *текущих потоков*. По итогам I квартала 1998 г. валютный дисбаланс денежных властей в части потоков превысил 1200 млн. долл. в месяц. Дефицит федерального бюджета составлял 510 млн. долл., примерно таким же было отрицательное сальдо платежного баланса по текущим операциям. Сохранение подобных тенденций означало увеличение уже существовавшего валютного дисбаланса по запасам еще примерно на 12–13 млрд. долл. в расчете на год.

Следовательно, теоретически возможные варианты решения задачи балансирования валютных активов и пассивов денежных властей сводились к следующим.

Первый. При сохранении “привязанного” валютного курса – увеличение заимствований в валюте до 37–43 млрд. долл. в год, или до 3–3,5 млрд. долл. в месяц (с соответствующим увеличением государственного долга и при условии готовности кредиторов предоставить такие суммы), и/или прекращение обслуживания государственного внешнего долга (полностью или частично), то есть объявление дефолта по внешнему долгу (со всеми вытекающими отсюда последствиями). Размеры необходимых заимствований могли быть снижены, если бы удалось сократить дефицит бюджета на величину его уменьшения (или увеличения его профицита).

Второй. При отказе от сохранения “привязанного” валютного курса проведение девальвации рубля изменило бы отрицательное сальдо платежного баланса на положительное и в зависимости от ее масштабов обеспечило бы более или менее быстрое сокращение накопленного валютного дисбаланса по запасам. Снижение размеров бюджетного дефицита (увеличение его профицита) способствовало бы уменьшению масштабов девальвации и/или ускорению процесса ликвидации дисбаланса.

Как известно, из этих двух вариантов поведения власти выбрали первый. Хотя в мае–июне 1998 г. иностранные заимствования действительно достигли 3 млрд. долл. в месяц, правительству тем не менее не удалось сократить дефицит бюджета. Более того, по итогам II квартала он возрос до 1730 млн. долл. в месяц, что в условиях квазификсированного валютного курса, естественно, привело к увеличению отрицательного сальдо платежного баланса до 1200 млн. долл. в месяц. Таким образом, к концу июня 1998 г. стало ясно, что для финансирования всего дисбаланса валютных активов и пассивов денежных властей при со-

хранении прежней курсовой политики требовалось бы привлечение внешних кредитов порядка 60–65 млрд. долл. в расчете на год. Невозможность заимствований в таких масштабах, не говоря уже об их пагубности для национальной экономики, была очевидна и неспециалисту. Однако в июне власти вновь увеличили заимствования на мировых рынках, а в июле добились обещания о предоставлении пакета международной помощи на сумму 22,6 млрд. долл. в расчете на полтора года. Возникает естественный вопрос: почему все-таки приоритет был отдан варианту действий, заведомо обреченному на провал?

Причина кроется в иерархии приоритетов денежных властей. Из трех основных компонентов их валютных обязательств: обязательства в основном перед населением (денежная база); непосредственно государственные обязательства (государственный внешний долг); обязательства коммерческих банков перед своими кредиторами – наиболее приоритетными для российских властей оказались последние.

То, что эти обязательства были далеко не формальными, а воспринимались как важнейшая функция государства, свидетельствуют высказывания руководителей исполнительной власти и их влиятельных советников: “От девальвации у нас существенно ухудшится и положение всей банковской системы. Не исключен в этом случае масштабный банковский кризис, потому что банки имеют очень большие банковские пассивы... У банков есть и обязательства по валютным вкладам и счетам предприятий – примерно на 10 миллиардов, огромные форвардные обязательства... Можно с уверенностью утверждать, что серьезные проблемы возникнут у большого числа банков. В том числе у тех, которые входят и в первую десятку, и в первую двадцатку. Мне кажется, это не совсем та цена, которую можно заплатить...”¹⁷. “В пятницу, 14-го числа [августа 1998 г. – А.И.], к нам приходят крупнейшие банки с информацией, что им в ближайшие дни надо платить новые десятки миллионов долларов под возврат финансовых кредитов. А они это сделать не в состоянии”¹⁸. “В августе–сентябре крупнейшие банки должны были вернуть Западу почти четыре миллиарда долларов долга, и этих денег у них не было... Прошло две недели, и банки начали хвалить нас за то, что мы ввели мораторий. Российская банковская система могла поднапрячься и выплатить все долги, сняв с себя последнюю рубашку. После этого она бы рухнула. Принятое нами решение... было принято в интересах российской банковской системы”¹⁹. “Заем МВФ был необходим для защиты банковской системы страны. Без этой банковской системы страна нормально жить не сможет. А владеют ли банками олигархи... или не олигархи – в данном случае совершенно неважно. Сегодня не защитить банковскую систему страны – это значит поста-

¹⁷ Сергей Алексащенко: девальвация не решила бы ни одной из проблем. – Новое время, № 25, июнь 1998, с. 6.

¹⁸ Человек, “надо платить налоги”. Интервью С. Алексащенко А. Будбергу. – Московский комсомолец, 1998, 10 сентября.

¹⁹ Алексащенко С. Причины падения рубля – чисто психологические. – Эксперт, 1999, 14 сентября, с. 24.

вить на грань голода все население страны”²⁰. “Курс рубля действительно был несколько завышен. Однако анализ показал: девальвации не выдержит банковская система. Согласно расчетам Центрального банка, которые я получил еще в апреле, девальвация более чем на 12–15% означала бы крах банковской системы”²¹. “Девальвация... повлекла бы за собой крушение банковской системы”²².

Таким образом, независимо от адекватности оценок последствий девальвации рубля для банковской системы страны, разделявшихся руководством исполнительной власти, в своей практической деятельности оно рассматривало валютные обязательства российских коммерческих банков (по меньшей мере в части превышения ими их собственных валютных активов) в качестве наиболее приоритетных государственных обязательств. Причина такого подхода лежала отчасти в характере личных отношений, сложившихся между руководителями государства и владельцами крупнейших банков, отчасти – в четком понимании властями того факта, что пренебрежение курсовым риском со стороны многих коммерческих банков было неизбежным результатом проводившейся самими денежными властями политики валютного “коридора”. Нарастание коммерческими банками своих валютных обязательств сверх разумных пределов явилось ярким примером так называемого “морального риска” (*moral hazard*), обусловленного проведением властями политики, поощрявшей чрезвычайно рискованное, подчас безответственное поведение экономических субъектов, не без основания полагавших, что их возможные убытки будут покрыты за счет государства.

По существу функционирование валютного “коридора” поощряло неэффективное экономическое поведение представителей всех секторов российской экономики – непосредственно государства, банков, населения. Все они увеличивали внешние заимствования, за счет которых финансировался импорт и престижное потребление, и, по сути дела, серьезно не задумывались о погашении кредитов. Тем не менее фактическое финансирование убытков от девальвации было проведено властями в сколько-нибудь заметных масштабах лишь в отношении коммерческих банков.

В течение мая–августа 1998 г. объединенные денежные власти получили внешние заимствования в сумме 9,8 млрд. долл. За то же время Центральный банк продал валюты на 9,4 млрд. долл., из которых только 2,5 млрд. прошло через валютные биржи. Львиная же доля валюты – около 6,9 млрд. долл. – была продана непосредственно банкам, минуя биржевой рынок²³. Продление действия валютного

²⁰ Анатолий Чубайс: нас ждут очень тяжелые полтора–два года. Интервью, данное Е. Альбац. – Коммерсантъ, 1998, 8 сентября.

²¹ Кириенко вспоминает 17 августа. Интервью, данное Е. Альбац. – Коммерсантъ, 1998, 17 октября.

²² ИЭПП. Российская экономика в январе–сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы (выпуск 19). М., 1998, ноябрь, с. 50.

²³ PriceWaterhouseCoopers. Letter to V. Gerashchenko Regarding the Funds Transferred to the Central Bank of the Russian Federation (CBR) by the IMF in July 1998, and the Use, by the CBR, of Those Funds between 1 July and 1 September 1998. August 10, 1999, p. 6. – <http://www.imf.org>.

“коридора” летом 1998 г., приобретенная банками по субсидированному курсу (до девальвации) валюта, а также объявленный властями мораторий на обслуживание частных коммерческих долгов помогли банковскому сектору в мае–ноябре 1998 г. снизить отрицательное сальдо по валютным активам и пассивам на 8,1 млрд. долл. Таким образом, *важнейшей целью и главным результатом денежно-кредитной и валютной политики, проводившейся властями на финальной стадии финансового кризиса весной–летом 1998 г. и существенно усугубившей его последствия, стало замещение валютных обязательств частных коммерческих банков государственным внешним долгом.*

Августовский кризис – долговой или валютный?

Характеристика августовского финансового кризиса как кризиса прежде всего валютного, порожденного экспансионистской денежно-кредитной и безответственной валютной политикой денежных властей, находится в известном противоречии с достаточно распространенными взглядами на его бюджетно-долговую природу: “Не вызывает никакого сомнения то, что нынешний финансовый кризис в России является, главным образом, бюджетно-долговым по своему характеру, а следовательно, если и есть от него лекарство, то искать его следует в арсенале бюджетно-налоговой политики... Возможности денежной и курсовой политики для лечения бюджетного кризиса отсутствуют... Вплоть до середины 1998 года у Банка России не было никаких мотивировок для проведения резкой девальвации рубля...”²⁴. “У российского кризиса есть набор абсолютно фундаментальных причин, главная из которых – бюджетный кризис... Государственный долг, который накапливался все годы реформ, приобрел очень плохую временную структуру”²⁵. “Главной причиной, определившей высокую уязвимость России в ходе развития мирового финансового кризиса, явилась несбалансированность государственных финансов”²⁶. “Смешно полагать, что системный долговой кризис может возникнуть вдруг, в один день... Лекарством от главной болезни могло быть только одно: сбалансированный бюджет, увеличение сбора налогов, жесткая, без всякого популизма финансовая политика”²⁷. Какая из этих двух позиций более соответствует действительности? Или же в российских условиях речь может идти об одновременном проявлении обоих кризисов – долговом и валютном?

Долговым кризисом называется неспособность государства обслуживать свой долг экономическими методами. При функционировании денежной системы с центральным банком из двух видов госу-

²⁴ Алексашенко С. Битва за рубль, с. 236–237.

²⁵ Синельников С. Интервью “Полит.Ру”. – <http://www.polit.ru/interviews.html?pubname=sinelnikov.html>.

²⁶ Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика. – Вопросы экономики, 1998, № 11, с. 36.

²⁷ Кириенко вспоминает 17 августа. Интервью, данное Е. Альбац. – Коммерсантъ, 1998, 17 октября.

дарственного долга – номинированного в национальной и иностранной валюте – экономические ограничения существуют только для второго вида долга. При наличии у государства суверенного права на эмиссию национальной валюты экономических ограничений на обслуживание и погашение государственного долга, номинированного в национальной валюте, не существует. *Поэтому под долговым кризисом в экономической литературе понимается кризис внешнего долга, а именно неспособность государства обслуживать и погашать свои обязательства, номинированные в иностранных валютах.*

Следовательно, о том, что летом 1998 г. Россию поразил именно долговой кризис, преодоленный или существенно смягченный в результате принятых властями 17 августа решений, могли бы свидетельствовать такие признаки, как:

- удельный вес процентных расходов в государственных доходах (расходах) непомерно велик;
- платежи по внешнему долгу сопоставимы с доходами от экспорта товаров и услуг или превышают их;
- платежи по внешнему долгу после кризиса существенно уменьшаются по сравнению с докризисным периодом;
- размеры государственного долга относительно ВВП после кризиса снижаются по сравнению с докризисным периодом;
- привлекаемые страной кредитные ресурсы направляются исключительно или преимущественно на погашение государственного долга.

Рассмотрим, насколько российские показатели соответствовали этим критериям. По доле процентных расходов в доходах и расходах консолидированного центрального правительства (14,7 и 9,6% соответственно) Россия в последние годы занимала 40-е и 49-е места среди 86 стран мира²⁸. По соотношению платежей по внешнему долгу и доходов от экспорта (13,1%) Россия занимала 81-е место, по соотношению платежей по внешнему долгу и ВВП (4,0%) – 85-е место, по соотношению платежей по внешнему долгу и доходов и расходов бюджета расширенного правительства – соответственно 102-е и 107-е места среди 145 стран мира²⁹. Совокупные платежи по внешнему долгу (погашение основного долга и проценты) в первые семь месяцев 1998 г. были отрицательными – Россия получила средства из-за рубежа на сумму, эквивалентную 3,4% ВВП. Год спустя, в январе–июле 1999 г., российские платежи по внешнему долгу были уже положительными – на сумму 4,7% ВВП. Таким образом, в течение года изменение объема финансовых взаимоотношений России с внешним миром составило 8,1% ВВП. До августовского кризиса совокупный государственный долг достигал 50% ВВП, после него – свыше 130% ВВП. Привлеченные летом 1998 г. международные кредиты направлялись не на погашение и сокращение государственного долга (что было бы неизбежно, если кризис был бы долговым), а на финансирование коммерческих банков.

²⁸ Сможет ли бюджет–2000 обеспечить экономический рост и/или облегчить бремя государственного долга? – ИЭА. Бюллетень по вопросам экономической и социальной политики, 1999, 7 октября, с. 2–3.

²⁹ Там же, с. 4–7.

Даже с точки зрения весьма специфического толкования долгового кризиса как неспособности государства обслуживать долг, оформленный исключительно краткосрочными облигациями в национальной валюте (ГКО), рефинансирование его не представляло неразрешимой проблемы. В первой половине 1998 г. совокупные платежи государства по ГКО (12,92% ВВП) лишь на 0,46% ВВП превышали его поступления по краткосрочным обязательствам (12,46% ВВП). В то же время, как это убедительно показали Г. Трофимов и А. Вавилов³⁰, сам долг, оформленный ГКО, не носил характера “финансовой пирамиды”. Проблема заключалась не в обслуживании долга как такового, а в уровне процентных ставок на рынке, отражавшем лишь недопустимо высокие валютные риски.

Таким образом, ни одного признака долгового кризиса в России летом 1998 г. не было. То, что происходило весной–летом 1998 г., свидетельствовало о развитии в ней острого валютного кризиса. Валютные кризисы поражают разные страны независимо от уровня собираемости в них налогов и даже независимо от величины бюджетного дефицита (рис. 6 и 7). Девальвация национальных валют осуществляется и в странах, государственные доходы в которых не превышают 20% ВВП (Индонезия, Таиланд, Филиппины), и в странах, где государства собирают в бюджет более 50% ВВП (Финляндия) и даже более 60% ВВП (Швеция). Валютные кризисы случаются при наличии и больших бюджетных дефицитах (Швеция, Великобритания, Финляндия, Эквадор, Россия), и при фактически сбалансированных бюджетах (Мексика, Ю.Корея), и при значительном бюджетном профиците (Малайзия). Поэтому стопроцентная реализация рекомендаций, на которых настаивали и продолжают настаивать бывшие и некоторые нынешние руководители российского правительства, Центрального банка, МВФ – повышение сбора налогов, – не смогла бы предотвратить

**Государственные доходы и темпы девальвации
в условиях валютных кризисов**

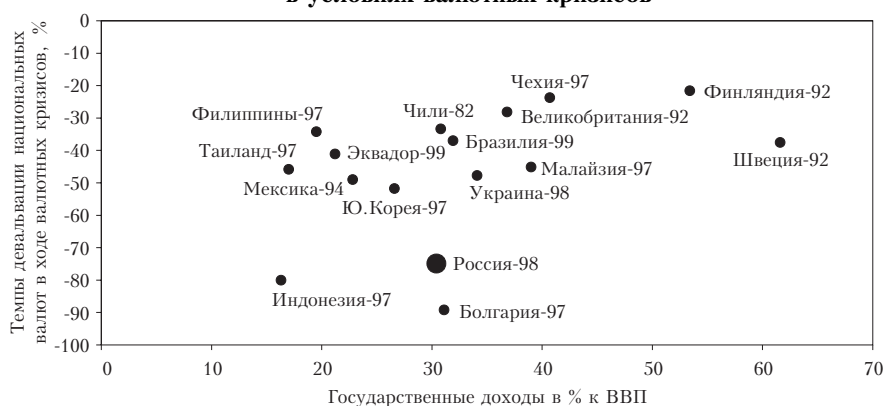


Рис. 6

³⁰ Трофимов Г. Был ли российский государственный долг “финансовой пирамидой?” – Вопросы экономики, 1999, № 5; Андрей Вавилов: Финансовый кризис – “это просто отсутствие профессионального регулирования в области платежного баланса”. Интервью “Полит.Ру”. – <http://www.polit.ru/interviews.html?pubname-vavilov1.html>.

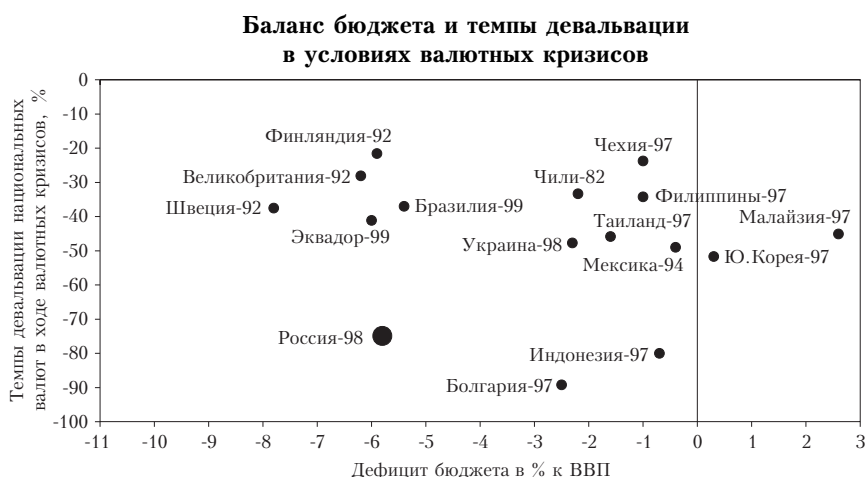


Рис. 7

наступление в России валютного кризиса. Даже если российскому правительству и удалось бы мобилизовать более значительную часть ВВП в качестве своих доходов, это не помогло бы решению принципиальной проблемы дисбаланса валютных активов и пассивов объединенных российских денежных властей, порожденной в предшествующие годы политикой валютного “коридора”.

В то же время практически единственным фактором, позволяющим объяснить как собственно девальвационные кризисы, так и их масштабы, выступают различия в уровнях обеспеченности национальной денежной базы валютными резервами (рис. 8). В странах, денежная база которых на 100% и более обеспечена валютными резервами (Эстония, Латвия), никакие внешние и внутренние катаклизмы (включая и резкие колебания цен на фондовых рынках) не приводят к валютным кризисам. Там же, где денежные власти проводят экспансионистскую денежную политику (Россия, Болгария, Индонезия) и где, следовательно, денежная база обеспечена валютными резервами менее чем на 100%,

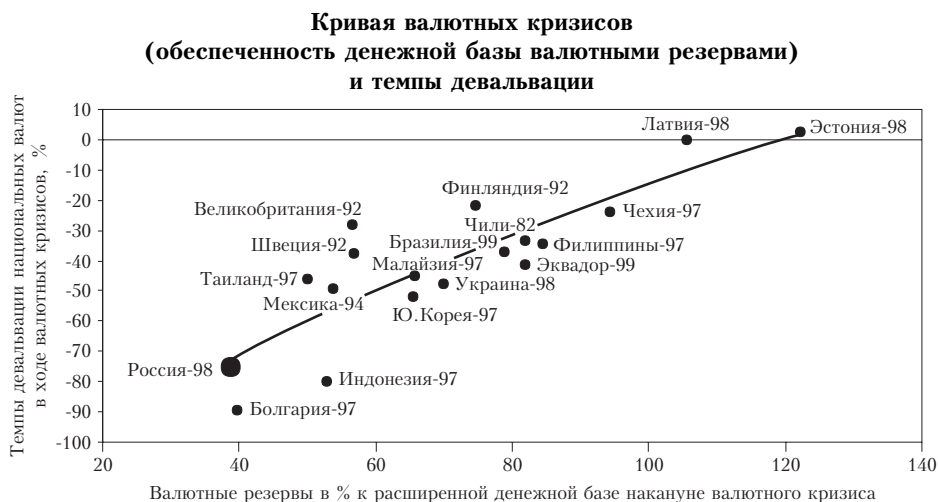


Рис. 8

появляется возможность валютной дестабилизации. При прочих равных условиях ее масштабы тем больше, чем меньше соотношение валютных активов и валютных обязательств денежных властей.

Таким образом, и рекомендации по лечению валютных недугов должны были быть соответствующими. К сожалению, как российские власти, так и МВФ не смогли ни поставить российскому кризису правильный диагноз, ни назначить ему адекватное лечение. Поэтому предложенные российскому правительству и Центробанку и принятые ими к немедленному исполнению рекомендации в виде повышения сбора налогов и удержания курса рубля в рамках прежнего валютного “коридора” не могли предотвратить наступление валютного кризиса. Более того, следование этим рекомендациям лишь усугубило его течение и ускорило экономический спад, что стало особенно очевидным в июле–сентябре 1998 г. Поскольку предложенные меры были направлены против действия объективных экономических законов, рано или поздно они должны были провалиться.

Собственно именно в быстром провале правительственной программы, основывавшейся на рекомендациях МВФ, и заключается разгадка того, почему не сбывся ни один из апокалиптических прогнозов августа–сентября 1998 г. о грядущей гиперинфляции, дальнейшем падении курса рубля, неизбежном крахе российской экономики и наступающем голоде. На первый взгляд это кажется парадоксальным, но именно в провале программы правительства Кириенко – МВФ лежит объяснение почти “чудесного воскрешения” российской экономики поздней осенью 1998 – весной 1999 гг. Дело в том, что вместо увеличения бюджетных доходов на 3% ВВП, как это предписывалось программой МВФ, доходы федерального правительства в IV квартале 1998 г. по сравнению с первым полугодием 1998 г. были снижены на 2,6% ВВП, расходы – на 3,6, а бюджетный дефицит – на 1,0% ВВП.

Одновременно со снижением эксплицитного фискального бремени государства произошло гораздо более чувствительное сокращение имплицитного налогообложения, проводившегося Центральным банком через регулирование валютного курса (см. табл. 4). Поддерживая с помощью валютных интервенций завышенный относительно рыночного равновесия курс рубля, денежные власти осуществляли тем самым дополнительное неявное налогообложение более эффективного экспортного сектора российской экономики, одновременно предоставляя соответствующие субсидии импортерам и неэффективному банковскому сектору.

Как это обычно и бывает с дополнительным налогообложением и дополнительным субсидированием, общая эффективность российской экономики в результате существенно снизилась, что немедленно привело к ухудшению динамики реального производства. Увеличение имплицитного налогообложения на финальной стадии валютного кризиса приблизительно на 7,7% ВВП (с 1,69 до 9,35% ВВП) вначале остановило неустойчивый экономический рост осенью–зимой 1997–1998 гг., а в дальнейшем и спровоцировало экономический спад летом–осенью 1998 г.

Однако последовавшие затем девальвация рубля и отказ от валютных интервенций в его поддержку привели к сокращению импли-

Имплитное налогообложение (субсидии) ЦБР в результате регулирования валютного курса

Показатели	Периоды	Во время валютного “коридора”, в том числе:			После валютного “коридора”
		До валютного “коридора”	до финальной стадии кризиса	во время финальной стадии кризиса	
	январь 1994–июнь 1995 гг.	июль 1995–апрель 1998 гг.	май–август 1998 г.	июль 1995–август 1998 гг.	сентябрь 1998–июнь 1999 гг.
	1	2	3	4	5
	<i>Имплитные налоги (субсидии) ЦБР</i>				
1. Всего за период, млн. долл.	-498	20452	12535	32987	10* (3749)
2. В среднем в месяц, млн. долл.	-28	602	3134	868	1* (375)
3. В % к ВВП	-0,13	1,69	9,35	2,45	0,05* (2,62)

* Без учета валютных кредитов государственных банков, в скобках – с учетом этих кредитов.

Источник: расчеты ИЭА по данным ЦБР.

цитного налогообложения в сентябре 1998 – июне 1999 гг. более чем на 9% ВВП. В совокупности со снижением фискального бремени частный сектор российской экономики освободился от дополнительных налогов и неэффективного субсидирования на величину, близкую к 12% ВВП. Поэтому неудивительно, что на снижение государственного бремени реальная экономика практически сразу же отреагировала быстрым сокращением темпов экономического спада, а с марта 1999 г. – и началом динамичного промышленного подъема.

* *
*

По своему происхождению финансовый кризис 1997–1998 гг., кульминационная стадия которого пришлось на август 1998 г., был *чисто российским кризисом*. Он не был вызван внешними причинами: ни “азиатским кризисом”, ни недоверием зарубежных инвесторов, ни падением мировых цен на нефть и другие сырьевые товары, ни так называемым “мировым финансовым кризисом”, убедительного подтверждения существования которого до сих пор так и не представлено.

По своей природе российский кризис 1997–1998 гг. явился *валютным кризисом*, в основе которого лежала *возраставшая несбалансированность валютных активов и обязательств российских денежных властей*. Ни тяжелая бюджетная ситуация, ни обострение долговой проблемы, ни спад инвестиций не объясняют характер, течение и последствия прошедшего кризиса.

Важнейшей причиной российского валютного кризиса стала *экспансионистская денежно-кредитная и безответственная валютная политика*, проводившаяся Центральным банком в период действия так называемого валютного “коридора” и существенно усугубленная его руководством весной–летом 1998 г. Экспансионистская денежная политика маскировалась относительно низкими темпами прироста рублевых денежных агрегатов, которые удавалось обеспечивать исключительно валютными заимствованиями.

Политика валютного “коридора”, проводившаяся в июле 1995 – августе 1998 гг. и поощрявшая фактически неограниченные заимствования за рубежом, спровоцировала наступление не только валютного, но и *банковского кризиса*, проявившегося в *увеличении дисбаланса валютных активов и пассивов российских коммерческих банков*. Субсидирование денежными властями коммерческих банков с помощью удержания искусственно завышенного валютного курса за счет валютных интервенций, осуществлявшихся на заемные средства, не могло, естественно, разрешить банковский кризис, но значительно увеличило масштабы самого валютного кризиса.

Политика валютного “коридора”, поощрявшая, как отмечено, неограниченные внешние заимствования, а также субсидирование коммерческих банков весной–летом 1998 г. обострили проблему российского государственного *внешнего долга*, возросшего за эти годы более чем на 30 млрд. долл. Хотя в настоящее время *полномасштабного долгового кризиса* еще нет, продолжение политики заимствований и

отказ от полагающихся российским кредиторам платежей делают его наступление в ближайшее время практически неизбежным.

С экономической точки зрения субсидирование денежными властями коммерческих банков означало *национализацию их убытков и поощрение государством их весьма рискованного и неэффективного поведения. Оно стало ярким примером как укорененного социалистического мышления российских властей, так и популистской политики, проводившейся ими в России последние годы.* Как блестяще демонстрирует российский опыт, для социалистического мышления неприемлема сама мысль о том, что банковский сектор является точно таким же коммерческим сектором, ориентированным на прибыль и подверженным рискам, как и любой другой коммерческий сектор экономики. Субсидирование неэффективных банков ничем не отличается от субсидирования неэффективных сельскохозяйственных предприятий, убыточных угольных шахт, неконкурентоспособных заводов ВПК – оно всегда осуществляется за счет эффективных компаний, производящих положительную добавленную стоимость.

Поддержание денежными властями искусственно завышенного валютного курса во время действия валютного “коридора” означало не что иное, как *дополнительное имплицитное налогообложение* наиболее эффективного сектора экономики – экспортного производства, за счет которого *дополнительно имплицитно субсидировались* наименее эффективные сектора экономики и потребление. В результате увеличения квазифискального бремени (из-за роста налогообложения и субсидирования) общая эффективность российской экономики существенно снизилась, что проявилось в ускорении экономического спада летом–осенью 1998 г. Отказ от поддержания искусственно завышенного курса рубля привел к прекращению спада и возобновлению промышленного роста весной–летом 1999 г.

Валютный кризис по характеру своего действия был краткосрочным и потому мог быть преодолен за относительно короткое время. *Кризис внешнего долга, наступление которого было значительно приближено политикой валютного “коридора” и усилиями денежных властей весной–летом 1998 г., по своей природе является долгосрочным и не имеет простых и легких решений.*

В последнее время о важности преодоления бюджетного и долгового кризисов сказано немало. Однако мерам по предотвращению новых валютных кризисов внимания уделялось недостаточно. Опыт российского валютного кризиса 1997–1998 гг. показал, какие меры для этого совершенно необходимы³¹. Поскольку главной причиной валютного кризиса и главным препятствием на пути его предотвращения выступает юридический статус и фактические права и обязанности Центробанка, то именно их прежде всего касаются предлагаемые ниже меры:

– необходимо полномасштабное дерегулирование валютного рынка и рынка золота;

³¹ Предлагаемые ниже меры в значительной мере воспроизводят разделяемые автором рекомендации, содержащиеся в: Львин Б. Наметки краткосрочной программы выхода из кризиса, 1998, 5 июня. – http://www.libertarium.ru/libertarium/l_pt_lvlinprog.

- Центральный банк должен быть лишен дискреционных прав в области денежно-кредитной и валютной политики;
- Центробанк должен быть лишен функции кредитора последней инстанции;
- Центробанк, превратившийся одновременно и в “министерство по делам коммерческих банков”, и в главного банковского лоббиста, должен быть лишен функций по надзору и регулированию состояния банковского сектора. Большую их часть следует ликвидировать, меньшую – передать в соответствующий надзорный орган в рамках правительства, или подотчетный ему;
- доли государства в банках с государственным участием (Сбербанке, ВТБ, ВЭБ, совзагранбанках) должны быть проданы с перечислением всей выручки в федеральный бюджет для погашения государственного долга;
- национальную платежную систему необходимо отделить от Центробанка и продать в собственность банкам-участникам;
- финансирование операций Центрального банка как государственной организации должно осуществляться по смете, утверждаемой парламентом наряду с федеральным бюджетом. Разницу между доходами Центробанка и его расходами, осуществленными согласно смете, следует передавать в федеральный бюджет на погашение государственного долга;
- необходимо прекратить чистые заимствования, осуществляемые федеральным правительством или гарантированные Российской Федерацией, федеральный бюджет должен быть сбалансирован;
- государственный долг, держателем которого выступает Центральный банк, необходимо списать;
- следует ввести полное резервирование денежной базы валютными резервами.

Осуществление предлагаемой программы мер способно обезопасить страну от повторения валютных кризисов, однако вряд ли она может быть реализована в ближайшее время. Но это означает лишь то, что вероятность повторения валютных кризисов, подобных августовскому, сохраняется весьма высокой.