

**ПРОВАЛ КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ
В РОССИИ В 90-х ГОДАХ
(Сводный реферат)**

1. **GRANVILLE B. L'âchec de la stabilisation monetaire en Russie: 1991-1998 // Rev. d'études comparatives Est – Ouest. – P., 1999. – Vol. 30, 2/3. – P. 61-87.**
2. **OULD-ACHMED P. Politiques monetaires, comportements bancaires et crises de financement en Russie: Les vicissitudes des annees 1990 // Rev. d'études comparatives Est – Ouest. – P., 1999. – Vol. 30, 2/3. – P. 89-121.**

В реферируемых статьях критически рассматриваются основные направления кредитно-денежной политики России в 90-х годах, которые, по мнению авторов, завершились августовским кризисом 1998 г.

Б.Гранвиль, руководитель департамента международной экономики Королевского института международных отношений (Великобритания), отмечает, что попытки России стабилизировать обменный курс своей валюты вписываются “в точные временные рамки между двумя банкротствами 1991 г. и 1998 г.” (1, с. 61). До начала реформы банковской системы в 1987-1988 гг. в стране действовала система монобанка, когда единственный Госбанк выполнял все банковские функции. Кредитно-денежная и налоговая политика были подчинены планированию производства. Реформа банковской системы началась с создания трех специализированных банков – “Жилсоцбанка”, “Агропром-банка” и “Промстройбанка”, а также с разрешения создавать кооперативные банки. В 1988-1991 гг. было создано 400 таких банков (1, с. 64). Несмотря на принимаемые меры функции Госбанка оставались неизменными, кредиты по-прежнему предоставлялись по низким процентным ставкам и по указке из центра, независимо от начавших

формироваться условий рынка. 25 декабря 1991 г. Госбанк был формально ликвидирован и заменен Центральным банком России (ЦБР).

На рубеже 90-х годов дефицит государственного бюджета резко возрос – с 2% ВВП в 1985 г. до 10% в 1989 г. и до 30% в четвертом квартале 1991 г. (1, с. 65). Этот рост объяснялся значительными государственными субсидиями на поддержание уровня внутренних цен и обменного курса рубля в условиях постоянного снижения объемов производства и сокращения суммы собираемых налогов. Все это привело к значительному повышению уровня инфляции. Когда российские власти объявили о либерализации цен с начала 1992 г., они, похоже, не представляли всех масштабов стоящих перед ними задач, главными из которых были консолидация финансовой системы страны и создание практически из ничего рынка акций и других ценных бумаг. С января 1992 г. по июль 1995 г. бюджетный дефицит в России финансировался в основном за счет прироста денежной массы, что обуславливало высокий уровень инфляции. В течение этого периода рост денежной базы отражал в основном увеличение объемов внутренних кредитов, среди которых быстрее всего росли кредиты, предоставляемые коммерческим банкам. Последние включали в себя не только суммы рефинансирования банковской системы, но и государственные кредиты предприятиям, которые проходили через коммерческие банки.

В первые годы после начала банковской реформы ЦБР имел в своем распоряжении лишь два инструмента кредитно-денежной политики – так называемые “управляемые кредиты” на финансирование государственного бюджета и обязательные резервы. Рынок ГКО появился только в 1993 г., причем в условиях высокой инфляции и массового бегства капитала спрос на них поначалу был весьма слабым, тем более что нерезиденты не имели доступа на этот рынок. Механизм ломбардных кредитов начал действовать только в феврале 1994 г. “Черный вторник” 11 октября 1994 г. привел к падению курса рубля по отношению к доллару на 27%, что явилось следствием чрезмерного роста денежной массы. Падение рубля спровоцировало серьезный политический кризис, в результате которого к власти пришло правительство В.Черномырдина, которое поставило перед собой в качестве первоочередной задачу финансовой стабилизации. Именно с этой даты, подчеркивает Б.Гранвиль, начинает проявляться все более растущее влияние зарождающегося финансового рынка на экономическую политику и переориентация экономической стратегии правительства на стабилизацию рубля (1, с. 69).

26 марта 1995 г. Россия подписала с МВФ программу стабили-

зации, а в апреле были законодательно утверждены независимость ЦБР и институциональное разделение кредитно-денежной и бюджетной политик. Кроме того, были запрещены кредиты ЦБР на финансирование государственного бюджета; отныне дефицит госбюджета мог финансироваться только за счет займов. Последствия всех этих мер сказались очень быстро: среднемесячные темпы инфляции снизились с 21,6% в период с начала 1992 г. по июль 1995 г. до 1,6% с августа 1995 г. по июль 1998 г. (1, с. 70).

В июле 1995 г. был введен новый механизм регулирования обменного курса рубля – так называемый “валютный коридор”, границы которого сначала должны были быть зафиксированы на три месяца, затем на шесть и на 12 месяцев, чтобы обеспечить плавное изменение обменного курса рубля. Вводя такую систему, ЦБР преследовал двоякую цель: уменьшить денежную базу и обеспечить изменение валютного курса рубля в пределах установленного коридора. Однако, как показали дальнейшие события, приток и бегство капитала и состояние платежного баланса страны усиливали конфликт между двумя этими целями.

Выбор российского правительства между программой стабилизации, базирующейся на регулировании денежных агрегатов, и программой регулирования обменного курса валюты в пользу последней был предопределен следующими обстоятельствами.

Во-первых, в 1995 г. в России наличествовала реальная политическая воля установить контроль над инфляцией, при этом стратегия борьбы с инфляцией, базировавшаяся на стабилизации валютного курса, казалась более эффективной, чем программы контроля над денежными агрегатами. Главный аргумент в пользу избранной стратегии заключался в том, что фиксированный или скользящий курс национальной валюты заставит официальные органы контролировать и объем денежной массы, навязывая тем самым определенную фискальную дисциплину. Кроме того, сторонники избранной стратегии подчеркивали, что стабильность валютного курса рубля является главным фактором поддержания стабильности внутренних цен.

Во-вторых, выбор стратегии мотивировался тем, что приток иностранного капитала будет оказывать воздействие на рост денежной базы, поскольку компенсирует отсутствие национальных сбережений и тем самым будет способствовать оживлению национальной экономики.

Приток капиталов может также стимулировать повышение курса национальной валюты. Если Центральный банк реагирует на это увеличением официальных резервов в иностранной валюте и тем самым увеличивает денежную базу, это создает риск усиления инфляционных

ожиданий и повышения уровня инфляции. В то же время бегство капитала вызывает понижение курса национальной валюты. Продавая валютные резервы с целью поддержания курса валюты, Центральный банк сужает денежную базу и повышает уровень процентных ставок, что ухудшает состояние госбюджета и увеличивает сумму обслуживания долга. Центральный банк может вмешаться на вторичном рынке ценных бумаг, чтобы увеличить объем денежной массы и снизить процентные ставки, создавая при этом угрозу для стабильности валютного курса. Риск обусловлен тем, что Центральный банк должен отказаться от поддержания либо процентной ставки, либо валютного курса. Именно это наблюдалось в России в конце 1997 г., когда ЦБР позволил процентной ставке достичь уровня, необходимого для поддержания валютного курса рубля в рамках валютного коридора. Но сложившийся уровень процентной ставки оказался неприемлемым с точки зрения развития реальной экономики. Главной причиной такого драматического положения стало то, что защита валютного паритета с помощью высокой процентной ставки, оказавшаяся слишком дорогостоящей, неизбежно приводит к дефолту. Все это заставило иностранных инвесторов усомниться в способности России платить по своим долгам.

Между тем политика поддержания стабильного курса рубля способствовала быстрому увеличению внешней задолженности России и связанного с этим отношения суммы обслуживания долга к ВВП. Однако уровень внешней задолженности России был вполне сопоставим с соответствующим уровнем других стран. В 1997 г. государственный долг России составлял 55% ВВП, в том числе внутренний долг – 28,4% и внешний – 26%. Для сравнения: в 1996 г. государственный долг стран ЕС составлял в среднем 70,4% ВВП и США – 63,1% (1, с. 73). Но в отличие от развитых стран задолженность России росла в последние годы чрезвычайно высокими темпами вследствие роста бюджетного дефицита и повышения уровня процентных ставок при очень низких (и даже отрицательных) темпах экономического роста и незначительном объеме официальных валютных резервов.

Быстрое развитие рынка ценных бумаг в России способствовало притоку иностранных капиталов. Фирмы-экспортеры, правительство и частные коммерческие банки широко пользовались этим для получения займов и кредитов в долларах и затем использовали их для приобретения российских ценных бумаг и предоставления займов на внутреннем рынке под гораздо более высокие проценты. Начавшийся в 1997 г. в странах Юго-Восточной Азии международный финансовый кризис оказал негативное влияние и на российский финансовый рынок. Потоки

капиталов концентрировались в основном на рынке долговых обязательств, номинированных в рублях, превратившегося в основной механизм, с помощью которого доверие к режиму валютных курсов определяло уровень процентных ставок (1, с. 73-74). Позволяя процентным ставкам расти, официальные органы заявляли о своих намерениях защищать валютный паритет рубля и тем самым привлекать капитал, что должно было со временем обеспечить снижение уровня процентных ставок. Однако иностранные инвесторы, пораженные непрерывным повышением процентных ставок, стали сомневаться в способности российского правительства обслуживать растущую сумму долга. Правительство нуждалось в дополнительных средствах для финансирования бюджетного дефицита, однако не могло обеспечить сбор налогов. Некоторые западные исследователи связывали это с тем, что сама идея стабилизации российской экономики носила “виртуальный” характер. Другие указывали на такие негативные последствия проводимой политики, как развитие бартерного обмена и распространение так называемых “квазиденег”, что компенсировало отсутствие достаточных ликвидных средств в экономике. При этом бюджетные субсидии заменялись скрытыми внебюджетными субсидиями. В этих условиях официальная российская статистика не отражала реального положения дел в экономике.

Нельзя сказать, продолжает Б.Гранвиль, что власти России ничего не предпринимали. Напротив, в ноябре 1997 г. было организовано казначейство, которому были переданы функции, прежде выполнявшиеся уполномоченными коммерческими банками. Эта мера привела к снижению ликвидности банков, что осложнило их финансовое положение в первой половине 1998 г. Одновременно были запрещены взаимозачеты, особенно при уплате налогов и оплате электроэнергии. Подобные новшества в первое время вызывали сопротивление со стороны экономических субъектов и поиски ими альтернативных (обходных) путей. К этому моменту относится падение мировых цен на нефть и другие сырьевые ресурсы, что также повлияло на снижение бюджетных доходов, которые зависели от небольшого числа предприятий-налогоплательщиков: всего 20 предприятий обеспечивали 75% всей суммы собранных налогов (1, с. 76). В результате действия этих и других факторов в первой половине 1998 г. баланс текущих операций России впервые после 1993 г. стал дефицитным, что ускорило отток иностранного капитала.

Финансирование бюджетного дефицита с помощью иностранных сбережений возможно только в том случае, если у операторов

международных финансовых рынков существует положительное впечатление о ситуации в национальной экономике. К концу 1997 г. такое впечатление о российской экономике окончательно рассеялось: все более повышающиеся процентные ставки, призванные защитить обменный курс рубля только пугали иностранных инвесторов, что приводило к утрате их доверия к правительству России. Уязвимость государственных финансов усиливалась и под воздействием того факта, что половину внутреннего долга России составляли краткосрочные заимствования (сроком менее одного года). В июне 1998 г. краткосрочный долг в четыре раза превышал сумму официальных валютных резервов России (1, с. 76). Этот факт полностью разрушил доверие иностранных инвесторов к российскому финансовому рынку, что вызвало серьезный кризис ликвидности, который неизбежно последовал за кризисом платежеспособности.

Таким образом, подчеркивает автор, принятая в июле 1995 г. стратегия поддержания обменного курса рубля обусловила приток иностранного капитала, который, в свою очередь, вызвал настоящий взрыв заимствований средств на рынках государственных обязательств и акций. Коммерческие банки получали займы в долларах и размещали полученные средства на рынках акций и других ценных бумаг, что обеспечивало им получение высокой прибыли. ЦБР не осуществлял над банковской системой должного контроля, что позволяло коммерческим банкам безнаказанно брать на себя высокие риски. При этом отсутствовали эффективные законы о банкротстве финансовых институтов и защите вкладчиков. Ограничительная политика ЦБР, лишавшая коммерческие банки необходимых ликвидных средств, еще более усложняла их положение и в конечном счете привела к неплатежеспособности банков и августовскому кризису 1998 г.

Повышение процентных ставок влияло не только на уровень задолженности, но и на позиции банковской системы, которые все более ослаблялись вследствие растущей предрасположенности банков к кредитному риску. Этот факт показывает, что частная задолженность имеет такое же значение, как и государственная. Частные займы представляли лишь небольшую часть активов российских банков: в 1998 г. их доля составляла всего 10% банковского продукта (в том числе 3% на срок более шести месяцев) против 120% у японских банков (1, с. 78). После введения валютного коридора российские банки конвертировали свои активы, вложенные в валюту, в приобретение ГКО (государственных казначейских облигаций), которые обеспечивали им высокие доходы. В сентябре 1997 г. доходы от ГКО составляли 41%

совокупных доходов 100 крупнейших российских банков (1, с. 78). По словам автора, подобное положение превратило ЦБР в заложника Министерства финансов. Однако политика стабилизации валютного курса рубля привела к тому, что доходность ГКО стала постепенно снижаться, что лишало банки “легкой прибыли”, начавшей уменьшаться с середины 1997 г. Осенью 1997 г., когда российские банки намеревались переориентировать свои ресурсы в пользу реальной экономики, стали проявляться первые признаки надвигающегося финансового кризиса.

Еще одним фактором, обострившим конфликт между кредитно-денежной и бюджетной политикой, был низкий уровень сбережений, что лишало российские банки необходимой депозитной базы. Власти также не могли привлечь сбережения для финансирования бюджетного дефицита из-за низкого доверия населения. До августа 1996 г. ЦРБ не решался открывать рынок ценных бумаг для нерезидентов, чтобы не допускать чрезмерных спекуляций, а также под давлением Ассоциации российских банков, которая стремилась защитить интересы крупнейших коммерческих банков. С увеличением притока иностранного капитала условия его допуска на российский финансовый рынок постепенно смягчались. После обретения независимости ЦБР надеялся завоевать доверие широкой публики, пытаясь до августа 1998 г. отражать атаки на рубль, используя такие инструменты, как регулирование ставок рефинансирования, обязательных резервов коммерческих банков и ставок по ломбардным кредитам.

До августа 1998 г. население России, в отличие от иностранных инвесторов, не проявляло особого беспокойства по поводу состояния национальной финансовой системы. Паника среди населения началась только в конце августа после отставки правительства С. Кириенко.

Однако, считает Б.Гранвиль, к краху финансовой системы России в августе 1998 г. привела не паника среди населения и не бегство иностранного капитала, а сама банковская система России (1, с. 81). ЦРБ отказался контролировать рынок фьючерсных контрактов, на который устремились коммерческие банки в поисках высоких доходов. На середину 1998 г. они продали иностранным партнерам фьючерсные контракты на несколько миллиардов долларов, используя полученные средства на приобретение ГКО и других инструментов. По мере того как коммерческие банки расширяли подобную деятельность, они испытывали все большие трудности в покрытии срочных покупок долларов своими рублевыми активами.

В результате произошедшая осенью 1998 г. девальвация рубля сделала многие из этих банков неплатежеспособными. Можно даже

сказать, что девальвация только подтвердила неплатежеспособность ведущих российских коммерческих банков, обязательства которых по фьючерсным контрактам в долларах в несколько раз превышали сумму их собственного капитала. Банки попытались избавиться от ГКО и других активов, чтобы приобрести необходимые ликвидные средства и купить на них иностранную валюту, необходимую для погашения долга. Однако ЦБР реагировал на приток ликвидных средств на валютный рынок мерами, которые еще больше ограничивали ликвидность финансовой системы, чтобы поддержать курс рубля в валютном коридоре. Порочный круг замкнулся, внутренний и внешний спрос на ГКО упал до нуля. Это означало, что правительство уже не могло платить по своим долгам за счет новых займов и что 1,2 млрд. долл. каждую неделю должны были погашаться только за счет налогов. В этих условиях дефолт стал неизбежным. После кризиса августа 1998 г. ЦБР отказался от всяких попыток фиксировать валютный курс рубля. Это решение, наряду с реструктуризацией ГКО и введением моратория на погашение внешнего долга, полностью подорвало доверие населения к банковской системе.

В принципе, пишет в заключение Б.Гранвиль, уязвимость российской экономики могла быть уменьшена и даже устранена тремя следующими способами:

- остановка бегства капитала и ограничение сбережений населения в валюте (в основном в долларах), что позволило бы финансировать бюджетный дефицит с приемлемым уровнем процентной ставки и изолировать российский рынок от превратностей международных финансовых рынков;
- разработка более уравновешенного бюджета, что избавило бы страну от необходимости заимствовать значительные средства и увеличивать тем самым бремя внешнего долга; к сожалению, эти два решения требовали проведения последовательной и твердой экономической политики, что было невозможно, в основном из-за высоких политических издержек такой политики и отсутствия доверия, для установления которого необходимо несколько лет;
- установление режима гибкого или плавающего валютного курса, позволяющего контролировать уровень процентной ставки с помощью внутренней кредитно-денежной политики; этот способ казался наиболее легким.

Как отмечалось выше, в 1995 г. была принята стратегия борьбы с инфляцией, базирующаяся на регулировании валютного курса рубля, которая явилась частью долгосрочного плана по предотвращению

бегства капитала. Поначалу эта стратегия принесла определенные позитивные результаты: климат на российском финансовом рынке в 1996 г. и в первой половине 1997 г. был весьма благоприятен для того, чтобы решить проблемы государственного бюджета. Однако российское правительство увидело в “финансовой манне”, поступавшей из-за рубежа, только возможность для получения еще больших займов. При этом Министерство финансов продолжало изобретать все новые финансовые долговые инструменты (агро, энерго и т.д.). В этих условиях начавшийся финансовый кризис в странах ЮВА только ускорил обострение кризиса в России. Конечно, сочетание неблагоприятных факторов не могло бы оказать столь отрицательного воздействия на Россию, если бы не хроническая слабость ее экономической и финансовой системы.

В статье П.Улд-Ахмед, сотрудницы университета Марны (Франция), рассматривается влияние кредитно-денежной политики России на поведение банков в области кредитования реального сектора экономики. По мнению автора, эта политика была неэффективной, поскольку затрудняла финансирование предприятий за счет банковских кредитов и заставляла многие предприятия изыскивать альтернативные источники финансирования. Это способствовало углублению кризиса реальной экономики, главными симптомами которого были непрекращающееся снижение темпов роста промышленного производства, фрагментация “денежного пространства”, хроническая неликвидность и неплатежеспособность целых отраслей экономики, бегство рубля из экономического оборота, кризис банковской системы, рост дефицита государственного бюджета, который все труднее было финансировать (2, с. 90). Конечно, подчеркивает автор, на ухудшение макроэкономического положения в России повлияла не только кредитно-денежная политика, но и другие факторы.

С января 1992 г. власти России стали проводить ограничительную кредитно-денежную политику, используя четыре основных инструмента: жесткое регулирование объемов кредитования, манипулирование ставкой рефинансирования коммерческих банков, введение норматива обязательных резервов в ЦБР и поддержание обменного курса рубля с целью борьбы с инфляцией и восстановления доверия к рублю. Либерализация цен, инфляция, рост издержек производства и ужесточение кредитно-денежной политики обусловили высокий уровень предрасположенности большинства предприятий к кризису ликвидности. В 1997 г. объем промышленного производства составил всего 48,4% от уровня 1989 г., а валовые вложения в основной

капитал в 1996 г. – 20,5% от уровня 1990 г. (2, с. 95). В условиях нехватки ликвидных средств (рублей) предприятия стали искать другие способы финансирования, среди которых важное место занимали межфирменные коммерческие кредиты. Все это привело к росту неплатежей, причем не только между предприятиями, но и между ними и государством, которое также не оплачивало свои заказы. Во втором квартале 1993 г. сумма неплатежей промышленных предприятий достигла 25,2% стоимости промышленного производства (2, с. 97). В результате механизм неплатежей охватил всю сеть взаимоотношений между всеми экономическими субъектами – государством, предприятиями, банками, местными органами власти. Пытаясь разрешить проблему неплатежей, которые затрудняли развитие обмена, предприятия стали практиковать систему взаимозачетов и бартерного обмена, который к началу 1997 г. достиг, по оценкам, 41% общего объема продаж промышленных предприятий (2, с. 97).

Одновременно с этим развивалась долларизация российской экономики: в 1994-1997 гг. доля приобретения иностранной валюты в общей сумме сбережений домашних хозяйств возросла с 61,7 до 84,7%, тогда как доля банковских вкладов снизилась с 22,6 до 8,6% (2, с. 97). Быстрое развитие получила эмиссия частными предприятиями и местными органами власти векселей, которые использовались в основном для расчетов трех типов: между предприятиями одной отрасли (энергетики, строительства, металлургии и т.д.), между предприятиями и местными органами власти, между предприятиями и федеральными властями. Некоторые предприятия стали выпускать собственную “валюту” для выплаты заработной платы. Подобная параллельная валюта (денежные суррогаты) позволила в некоторой мере погасить задолженность предприятий и обойти жесткие меры кредитно-денежной политики ЦБР. Однако рост массы денежных суррогатов создавал асимметрию в положении предприятий, которая обусловила, с одной стороны, формирование мощных финансово-промышленных групп, сосредоточивших в своих руках огромные капиталы, а с другой – вывод целых отраслей экономики из сферы денежного оборота, регулируемой ЦБР. Все это, в конечном счете, подорвало кардинальные функции национальной валюты (рубля) – быть мерой стоимости и главным инструментом регулирования обмена (2, с. 99).

Таким образом, делает вывод автор, ужесточение кредитно-денежной политики ЦБР не привело к усилению финансовой дисциплины предприятий. Напротив, эта политика побуждала их использовать в качестве главного средства стратегии адаптации

продление сроков погашения задолженности. Что касается государства, то его реакция носила двойственный характер: с одной стороны, оно само отказывалось погашать свои обязательства перед многими предприятиями, а с другой – стремясь противостоять финансовому хаосу, брало на себя часть долга частных предприятий, финансируя такие меры за счет кредитов ЦБР. Кроме того, государство освобождало некоторые испытывающие трудности предприятия от части или всех налогов, чтобы избежать обострения социальной напряженности. Подобная социализация (обобществление) частной задолженности государством, поддерживая предприятия “на плаву”, вместе с тем не позволяла им осуществлять реконструкцию и новые проекты и увеличивать инвестиции. Одновременно с ростом государственных расходов рос дефицит госбюджета. Государство было не в состоянии полностью собирать налоги, к тому же налоговая база в условиях продолжающейся экономической депрессии постоянно уменьшалась. В результате доля налогов на прибыль предприятий в общей сумме налогов снизилась в 1994 – 1996 гг. с 27 до 17% , в том числе на прибыль банков – с 12 до 2,5% (2, с. 100).

Ухудшение финансового состояния предприятий оказывало непосредственное влияние на банковскую систему. В условиях нехватки финансовых ресурсов предприятия обращались к банкам. Однако ЦБР создал механизм контроля за предоставлением кредитов, включавший такие инструменты, как сокращение объема кредитов, выдаваемых ЦБР коммерческим банкам, повышение ставок рефинансирования и манипулирование нормой обязательных резервов. Хотя многим банкам удавалось частично обойти введенные ЦБР нормативы, сами они пострадали от примиренческой политики в отношении предприятий, которым предоставляли кредиты без учета их реального финансового положения и перспектив развития.

Неэффективность введенных нормативов обязательных резервов банков проявлялась в том, что фактический уровень таких резервов, как правило, был ниже установленного норматива. Так, в марте 1992 г. ЦБР установил норматив обязательных резервов в размере 15% суммы вкладов до востребования и срочных вкладов до одного года и в 10% от суммы срочных вкладов более одного года, хотя фактически обязательные резервы не превышали 8% суммы банковских вкладов (2, с. 101). Одной из причин такого положения автор считает то, что вклады населения были сосредоточены в Сбербанке, у которого на июль 1997 г. 76,2% активов составляли вклады населения (2, с. 102). Кроме того, нормативы обязательных резервов относились лишь к рублевым вкладам,

тогда как в коммерческих банках рос объем валютных вкладов населения. Только с февраля 1995 г. ЦБР ввел норматив обязательных резервов, составлявший 2% от суммы валютных вкладов. Однако отсутствие регулярных проверок (ревизий) позволяло банкам не соблюдать установленные нормативы. Наконец, предусмотренные ЦБР санкции за нарушения нормативов практически никогда не применялись.

До марта 1995 г. коммерческие банки получали значительные прибыли за счет разницы между ставками денежного рынка и ставкой рефинансирования, по которой они получали кредиты ЦБР. В первые годы переходного периода коммерческие банки России делились на две группы. В 1991 г. две трети коммерческих банков, которые были “наследниками” прежних отраслевых государственных банков, пользовались льготными условиями рефинансирования ЦБР. На их долю приходилась основная масса кредитов, предоставляемых банками под 2-3% годовых. Получателями кредитов были в основном крупные государственные предприятия, подлежащие приватизации. Таким образом, рассматриваемые банки служили своего рода передаточными механизмами между ЦБР и другими центральными органами (бюджетом, Министерством финансов), с одной стороны, и предприятиями – с другой. Со временем стали появляться новые коммерческие банки, которые предоставляли кредиты по рыночным условиям (например, в 1992 г. под 20-25% годовых). Их клиентами были акционерные общества, приватизированные и кооперативные предприятия. Однако роль этих банков в кредитовании реальной экономики была незначительной.

Все более возрастающая нехватка ликвидных средств (рублевой массы) привела к тому, что банки стали испытывать все большие трудности, связанные с тем, что их активы были отягощены сомнительными долгами предприятий, а их пассивы – обязательствами перед ЦБР. Это привело к кризису ликвидности у одних банков и кризису неплатежеспособности – у других. Однако многие банки продолжали поддерживать предприятия, потому что кризис платежного механизма не позволял им отличать неликвидные, но прибыльные предприятия от неплатежеспособных предприятий. В этих условиях ЦБР должен был, во-первых, предупредить развязывание системного кризиса и, во-вторых, управлять последствиями частичной демонетизации обмена и появления “параллельных” денег, подрывавших функцию рубля как расчетной единицы. “В первой половине 90-х годов, подчеркивает автор, политика ЦБР характеризовалась чередованием мер по ужесточению и смягчению кредитно-денежной политики, что, в конечном счете, подорвало доверие к нему и тем самым скомпрометировало его собственные цели” (2,

с. 106). Единственным успехом этой политики было значительное снижение темпов инфляции, что, однако, не является исключительной заслугой ЦБР. Ограничительная кредитно-денежная политика сыграла существенную роль в ухудшении макроэкономического положения России, способствуя росту неплатежей, нехватке ликвидности, распространению бартера, частичной демонетизации обмена, уменьшению объемов кредитования реальной экономики, снижению инвестиций и непрекращающемуся падению промышленного производства (2, с. 107). Кроме того, эта политика заставила предприятия и банки приспосабливаться к складывающейся ситуации, что значительно ослабляло влияние ЦБР и других органов на условия финансирования. Все это заставило власти перейти в 1995 г. к новой кредитно-денежной политике.

С апреля 1995 г. ЦБР прекратил прямое финансирование дефицита госбюджета за счет кредитов, отныне главным источником такого финансирования стала продажа ГКО и облигации федерального займа (ОФЗ). Чтобы повысить дисциплину банков и усилить контроль за их ликвидностью, ЦБР увеличил с 2 до 9% норматив обязательных резервов для валютных вкладов (этот норматив действовал в 1995-1997 гг.); с февраля 1998 г. был введен единый норматив обязательных резервов, касавшийся всех типов рублевых и валютных вкладов, составивший 11%. Повышение ставки рефинансирования ЦБР с 90% в августе 1995 г. до 170% в апреле 1996 г. еще более ограничило объем кредитов, предоставляемых коммерческими банками предприятиям. Все это заставило коммерческие банки приобретать государственные долговые обязательства ГКО и ОФЗ, которые обеспечивали им высокие доходы. В результате начиная с 1995 г. государственный долг стал финансироваться в основном за счет эмиссии ГКО, что, в свою очередь, приводило к быстрому росту госдолга. В результате в 1996 г. сумма обслуживания долга составила 30% расходов госбюджета против 4% в 1994 г. В 1997 г. половина налоговых поступлений расходовалась на выплату процентов по госдолгу (2, с. 112). Для финансирования таких расходов государство вынуждено было прибегать к новым эмиссиям ГКО. Однако уже скоро наступил момент, когда местные коммерческие банки оказались не в состоянии поглотить новые эмиссии ГКО, что заставило правительство в 1996 г. открыть рынок ГКО для нерезидентов. К апрелю 1997 г. последние, привлеченные высокой доходностью ГКО, приобрели их на сумму в 8 млрд. долл. Однако массированные продажи ГКО нерезидентам привели к снижению их доходности, что, в свою очередь, заставило нерезидентов продавать эти бумаги. ЦБР, обязанный

приобретать ГКО у нерезидентов, должен был расходовать на эти цели официальные валютные резервы, что угрожало подорвать стабильность рубля.

Подобное развитие событий отражало наличие сильной взаимосвязи между механизмами финансирования государственного долга и кредитно-денежной политикой. Стабильность рынка ГКО и ОФЗ была тесно связана с паритетом рубля и доходностью ГКО. Обменный курс рубля и уровень доходов ГКО и ОФЗ превратились в стратегические переменные кредитно-денежной политики. Финансовые органы должны были в этих условиях ужесточать кредитно-денежную политику, повышая, в частности, уровень процентов по банковским кредитам. Приобретая ГКО и получая от этого высокие доходы, коммерческие банки вместе с тем испытывали недостаток ликвидных средств, что усиливало напряженность на денежном рынке и заставляло ЦБР смягчать некоторые меры кредитно-денежной политики. Иными словами, кредитно-денежная политика ЦБР постоянно колебалась под воздействием поведения иностранных инвесторов на рынке ГКО и потребностей коммерческих банков в ликвидных средствах. Все это делало обострение финансового кризиса неизбежным.

Первый финансовый миникризис, разразившийся в России в ноябре 1997 г., имел, по мнению автора, две основные причины: 1) возросшие потребности российской экономики в ликвидных средствах (об этой потребности свидетельствовали, например, задержки в выплате заработной платы); 2) отказ МВФ предоставить заем в 700 млн. долл. из-за несоблюдения российским государством налоговой дисциплины. Определенное влияние на обострение кризисных явлений оказал и начавшийся финансовый кризис в странах Юго-Восточной Азии. Так, несмотря на повышение доходности ГКО, южнокорейские банки продали ГКО на 4 млрд. долл., что заставило ЦБР расходовать средства на выкуп этих ценных бумаг.

Таким образом, подчеркивает автор, если в 1992-1995 гг. государство брало на себя долги частных экономических субъектов, то после 1995 г. последние, особенно коммерческие банки и иностранные инвесторы, стали финансировать государственный долг. Иными словами, если в первой половине 90-х годов происходила “социализация частной задолженности государством, то во второй половине – приватизация финансирования государственного долга” (2, с. 114). Именно эта “приватизация” и явилась главной причиной финансового краха в августе 1998 г. Этот крах имел и другие причины, главным образом внутреннего характера, к числу которых относятся: увеличение импорта из-за

неспособности национального производства удовлетворить спрос на многие товары, падение экспортных доходов из-за снижения мировых цен на нефть и другие сырьевые товары, сокращение официальных валютных резервов ЦБР, массовое бегство капиталов, отказ резидентов от приобретенных ранее ГКО, неспособность коммерческих банков выполнять свои обязательства, неплатежеспособность многих предприятий. Все это заставило правительство России принять в августе 1998 г. в одностороннем порядке три решения: о девальвации рубля, о введении моратория (на 90 дней) на погашение внешнего долга и о дефолте в отношении внутреннего долга. Дополнительно были приняты меры по конверсии краткосрочных обязательств государства в рублевые облигации сроком на три-пять лет, по расширению валютного коридора, снижению нормы обязательных резервов для коммерческих банков. Несмотря на все эти меры, курс рубля продолжал снижаться. Как пишет в заключение автор, все это означало не только провал кредитно-денежной политики ЦБР, но и в более широком плане – неспособность финансовых органов страны твердо и стабильно следовать определенной линии поведения (2, с. 117). Постоянные изменения целей кредитно-денежной политики в 90-х годах заставляли экономических субъектов сомневаться в способности ЦБР проводить адекватную политику. В результате кредитно-денежная политика не только не достигала поставленных перед ней целей, но и усиливала экономический и финансовый кризис. Такие явления, как неплатежи, бартер, демонетизация обмена, развитие квазиденег, кризис банковской системы и финансирования производственной системы, непрекращающееся падение промышленного производства, являются свидетельствами провала кредитно-денежной политики и одновременно ее ответственности.

Все это требует проведения институциональных, экономических и политических реформ, способных восстановить доверие экономических субъектов к банковскому сектору и стимулировать тем самым увеличение производительных инвестиций и темпов экономического роста.

Л.А. Зубченко