

Снова на перепутье

1. Конец надежд на быструю трансформацию

В начале 1999 г. страна только начинает осознавать, сколь глубоки и длительны будут последствия событий 17 августа 1998 г. Финансовый крах во многом определил судьбу страны на поколение вперед. Кризис был неизбежен, поскольку экономическая политика последних лет была направлена на достижение важных целей макроэкономической стабилизации, но не содержала страховочных мер, направленных на предотвращение или ослабление кризисов подобного рода. «17 августа» символизирует все то, что не удалось сделать за 1990-ые годы, что не реализовалась надежда на переход России в короткий исторический срок от «среднеразвитой плановой» экономики к более эффективной «среднеразвитой рыночной» экономике с достойным местом в современной глобальной экономической системе. Модель перехода, выбранная в начале 1990-х годов, не смогла в короткие сроки завершить трансформацию экономического базиса общества. Последняя не могла быть легкой, как не была она легкой в других постсоциалистических странах, хотя глубина и длительность кризиса переходного периода оказались весьма различными. В Центральной и Восточной Европе переход идет заметно успешнее. В России и многих других странах СНГ переходный кризис оказался особенно болезненным. Причины этого коренились в недостаточной готовности общества к такой трансформации, огромных диспропорциях в ценах, структуре и размещении производственных активов и человеческого капитала. Существенную роль в развитии и наступлении кризиса сыграли также политическая борьба, неравномерность реформ, отставание структурных преобразований и особенно формирования институциональных рамок рыночной экономики.

Год назад цель государственной политики в России формулировалась как поиск путей к экономическому росту. В начале 1999 г. речь идет уже о поиске путей выхода из тяжелого кризисного состояния. Президент отметил в своем послании, что не рыночную экономику надо винить в трудностях страны, а «сложившуюся у нас уродливую переходную систему, застрявшую на полпути от плановой экономики к

рыночной»¹. Это справедливо, поскольку процесс перехода от плановой к рыночной экономике в России 1990-х годов остался в значительной степени незавершенным. Видимо, в дальнейшем процесс трансформации должен будет идти, восполняя пропущенные этапы (элементы) создания базиса нормальной рыночной экономики.

Спад ВВП и промышленного производства в 1998 г. в России был обусловлен в основном внутренними причинами. Но немаловажную роль сыграло и резкое ухудшение международной конъюнктуры в силу специфики структуры нашей экономики, обуславливающей зависимость от сырьевых цен и импорта капитала. Существенное падение доходов от экспорта и удорожание цены капитала, большая осторожность иностранных инвесторов начали проявляться уже с осени 1997 г. Уже в это время (т.е. во 2-3 кв. 1997 г.), когда в российской экономике наблюдались признаки оживления, была подавлена инфляция, снизились ставки процента, необходимо было переходить к более осторожной политике заимствования, по крайней мере на федеральном уровне, к снижению курса рубля, а также не торопиться с либерализацией внутреннего рынка ГКО и т.п.²

К сожалению, даже если бы в тот момент степень риска для страны была осознана экономистами, вряд ли радикальное изменение курса было политически возможно. Это предполагало бы сознательный отказ от шанса на экономический рост ради перестраховки на случай возможных (на вид еще не неизбежных) «неприятностей» и в принципе иной характер отношений между аналитиками и системой принятия решений. Именно в 1997 г. российские коммерческие банки активно открывали иностранные кредитные линии, работали с форвардными контрактами в растущих масштабах и (наряду с регионами) вышли на рынок еврооблигаций для привлечения капитала. Минфин также был заинтересован в привлечении дешевого иностранного капитала в ГКО и снижении общей стоимости обслуживания внутреннего долга. Поведение иностранных инвесторов все еще было вполне рационально при предположении об устойчивом курсе рубля к доллару в долгосрочном коридоре, подкрепленном как официальной политикой правительства и ЦБ, так и поддержкой

¹ См.: Россия на рубеже веков. Послание Президента Российской Федерации Федеральному собранию. М., 1999, с. 12.

МВФ. Сомнительно, что какая-либо рациональная сила могла переломить все эти факторы и перевести политику в «оборонительное» (против будущего кризиса) русло. Кроме того, вероятность действий регуляторов (денежных властей), направленных на прямое сокращение доходов ключевых и наиболее политически влиятельных сегментов экономики, в любой развивающейся стране с сильной кланово-олигархической системой вообще крайне мала. В середине 1997 г. окончательно сложилась та долговая ловушка, в которой экономика страны оказалась год спустя.

Эта ловушка захлопнулась в начале 1998 г., когда после ухода ряда инвесторов, снижения валютных резервов и атаки на рубль вероятность тяжелого кризиса стала увеличиваться. С этого момента ЦБ вынужден был защищать рубль, поскольку значительное снижение его курса привело бы к потерям для иностранных держателей ГКО и поставило в тяжелейшее положение российские банки и Минфин. В этот период финансовые власти все еще продолжали надеяться на «мягкую посадку». Но уже к маю шансы на это стали весьма невелики, а политические трудности в стране препятствовали ясному анализу угроз и масштаба потенциальных потерь. «17 августа», видимо, войдет в историю страны как самая крупная финансовая катастрофа в России в невоенное и нереволюционное время. В результате, Россия стоит перед неприятной перспективой встретить рубеж тысячелетий «большим человеком» мира. Историки еще долго будут спорить о логике и технике реализации комплекса мер Заявления от 17 августа. Но с точки зрения долгосрочной экономической политики ясно одно – угроза такого кризиса не была серьезно проанализирована в недрах государственной власти, его приближение не стимулировало выработку радикальных антикризисных мероприятий. Летом 1998 года иностранные инвесторы пытались вывести прибыли и капиталы, внутренние усиливали вывоз капитала, пока позволяли обстоятельства. Нереализованная летом программа бюджетных мероприятий, по всей видимости, также не могла дать немедленных результатов и предотвратить кризис, а лишь оттянула бы его. Соответственно, нельзя было рассчитывать на гладкое рациональное проведение трех неординарных мер сразу: собственно дефолта по государственному внутреннему долгу, радикального изменения политики валютного курса и 90-дневного моратория на платежи частных долгов нерезидентам. К таким событиям надо готовиться секретно,

² По большинству вопросов, обсуждаемых в данной главе, в Обзоре содержится подробная информация или специальный раздел.

долго и основательно. Расчет на одобрение МВФ как гарантии от внешних неприятностей не оправдался: МВФ влиятелен, но не всеведущ и не всемогущ³. В результате, тяжелый финансовый кризис стал открытым и взрывным. Обсуждение возможностей ограничения его масштабов путем предварительных мер носит академический характер, а вероятность вообще избежать его была, судя по всему, крайне мала.

Восприятие экономической политики России прошло поразительную трансформацию от эйфории исторических свершений перехода от плановой к рыночной – как тогда казалось – экономике до нынешней тяжелой ситуации всеобщего долгового кризиса. Постоянные ожидания возобновления экономического роста лучше всего отражают не реализовавшиеся прогнозы макроэкономической динамики (см. Таблицу 1). Но именно в тот момент, когда в России внутренние условия для роста (летом–осенью 1997 г.) выглядели более благоприятно, внешние условия повернулись против нее.

Таблица 1

**Динамика макроэкономических показателей и прогнозы
(темпы прироста, в реальном выражении, %)**

ПОКАЗАТЕЛЬ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ВВП							
Фактически	-4,2	-4,9	0,8	-4,6			
Прогноз, май 1995 г. А	-7,0	0,0	2,5				
Прогноз, май 1995 г. Б	-9,0	-3,0	0,0				
Прогноз, декабрь 1995 г.		-2,0					
Прогноз, декабрь 1996 г.			1,0				
Прогноз, январь 1998 г.				1,5	3,5	5,0	
Прогноз, март 1999 г.					-3,0	1,0	3,0
Промышленное производство							
Фактически	-3,3	-4,0	2,0	-5,2			
Прогноз, май 1995 г. А	-6,0	0,0	2,0				
Прогноз, май 1995 г. Б	-10,0	-3,0	0,0				
Прогноз, декабрь 1995 г.		-3,5					
Прогноз, декабрь 1996 г.			1,0				
Прогноз, январь 1998 г.				3,0	4,0	5,0	
Прогноз, март 1999 г.					-1,0	2,0	4,0
Капиталовложения							
Фактически	-10,0	-18,0	-5,0	-6,7			
Прогноз, май 1995 г. А	-13,0	1,0	7,5				
Прогноз, май 1995 г. Б	-17,5	-2,0	2,5				
Прогноз, декабрь 1995 г.		-7,0					

³ См., например: Алексащенко С. Битва за рубль. М., 1999. С. 184–185, 199, 224.

Прогноз, декабрь 1996 г.			0,5				
Прогноз, январь 1998 г.				0,0	5,0	6,5	
Прогноз, март 1999 г.					0,0	2,0	5,0

Источники: Госкомстат РФ; программы Правительства Российской Федерации за соответствующие годы.

На начало 1999 г., который «отмечается» на Западе как 10-летие начала переходного периода в странах «социалистического лагеря», Россия так и не вышла из глубокого промышленного кризиса, она обременена долгами на всех уровнях, с огромным трудом поддерживает малоэффективную систему социальной защиты и лишь минимально финансирует сложные и дорогостоящие технические и военные системы, созданные в СССР и ставшие атрибутом великой державы. Уровень жизни существенно снизился, опасно возросло социальное неравенство, структурные реформы не завершены, институциональная база неадекватна, а отношения собственности вызывают неисполнимое, но понятное желание «начать все сначала».

Но крах значительной части системы государственных и частных финансов, долговых отношений, банков и олигархического контроля в экономике не означает конца истории реформ. В условиях спада темпов мирового экономического роста и низких экспортных цен на сырье и полуфабрикаты, в условиях двойных выборов 1999–2000 гг. Россия должна будет найти способ продолжить трансформацию от плана к рынку, найти дорогу к экономическому росту и пережить последствия дефолта государственных обязательств на внутреннем рынке.

После семи лет попыток быстрой трансформации реформы, похоже, приобретают характер, основанный на большем, чем декларировалось ранее, вмешательстве государства в регулирование экономических процессов, что естественно было ожидать в СССР десятилетие назад. Либеральные намерения остались характерными лишь для первого этапа реформ. До завершения двух выборных кампаний трудно предсказать, какими будут реформы в будущем, радикальными или постепенными, идеологически ориентированными или прагматическими. По ряду признаков граждане страны перенесли финансовую катастрофу несколько легче, чем ожидалось, но будут платить за «разбитые финансовые горшки» еще долго. Экономисты и политики начинают смиряться с невозможностью быстрых, «недорогих» решений и ищут приемлемые подходы в послекризисной политике страны в существующих глобальных реалиях.

Кризис положил конец сложившейся модели перехода и обусловил поиск прагматических решений как проблем экономики страны, так и путей трансформации. Настало время думать о характере трансформации российского общества и экономики в начале следующего тысячелетия. Россия в начале 1999 г. опять находится на перепутье и нуждается в экономической политике, адекватной тяжелой ситуации.

2. Динамика кризиса

Анализировать развитие кризиса в России в 1997–1998 гг. чрезвычайно сложно, поскольку объективные события и внезапные политические зигзаги переплетались весьма сложным и непредсказуемым образом. Все участники процесса действовали по своему рационально, но их цели и принципы принятия решений резко различались. Хотя в каждый конкретный период времени динамика ведущих экономических показателей не совпадала, а экономические агенты демонстрировали не обязательно сходное поведение, в целом, год перед кризисом поддается разумной периодизации.

Осень 1997 г. до внешнего удара по российским рынкам (28 октября) была периодом надежд на переход к подъему. МФО были вполне довольны российской кредитно-денежной политикой, подталкивали к дальнейшей либерализации финансовых рынков. Налоговые проблемы были серьезными, но еще не критическими. Изменение фундаментальных условий и представлений о рисках на мировых финансовых рынках осталось незамеченным в России. Правительство и частные компании и банки по инерции занимали под относительно низкие проценты – столько, сколько давали. Остальной мир был занят острым кризисом в ЮВА. Отток капитала из России в относительно благополучном 1997 г. достиг рекордной величины.

Кризис в дальнейшем прошел через несколько стадий, которые отличались политической ситуацией, объективным состоянием российской экономики и поведением основных участников финансовых рынков и характером принимаемых решений. Поэтому стоит проследить, как складывалось поведение основных участников процесса на различных этапах пути к «17 августа». При этом можно выделить, по крайней мере, три основные группы участников хозяйственного процесса

внутри страны: коммерческие банки, экспортная промышленность, правительство в широком смысле (мы не можем здесь разделить Минфин и ЦБ). Вне страны в этой драме активно участвовали международные финансовые организации и инвесторы, которые вложили чуть ли не 30 млрд долл. в ГКО и открыли значительные кредитные линии нашим банкам.

Начальная стадия российского кризиса охватила две волны кризиса на финансовых рынках с конца октября (см. Таблица 2) и до конца марта 1998 г. В этот период экономика перешла от подъема к стагнации. Сохранялась общая антиинфляционная направленность макроэкономической политики правительства В.Черномырдина. Поддержка рубля и рынка ГКО в ноябре стоила весьма дорого – сократившиеся валютные резервы ЦБ в течение последующих полутора лет уже не вернутся к уровню октября 1997 г. Уход инвесторов из нескольких стран с рынка ГКО в ноябре выглядел неприятно, но был как бы частью событий внешнего мира. В этот момент было принято решение продолжать либерализацию рынка ГКО и снять ограничения на вывод средств нерезидентов с рынка ГКО с 1 января 1998 г.⁴ Инвесторов ждали назад в 1998 г. после фиксации прибылей за 1997 г., но вернулась только часть из них.

Таблица 2.

Показатели финансового кризиса 1997-1998 гг.

ПОКАЗАТЕЛЬ	ИНДЕКС РТС		СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ДОХОДНОСТЬ ГКО		ВАЛЮТНЫЙ КУРС	
	(01.09.95=100)		(%)		(руб./долл.)	
	1 волна					
Начало	22.10.97	550,4	24.10.97	18,2	22.10.97	5878
Конец	02.12.97	320,4	02.12.97	46,0	02.12.97	5921
Изменение		-41,8%		27,8		0,7%
	2 волна					
Начало	05.01.98	411,6	09.01.98	29,0	05.01.98	5,960
Конец	29.01.98	265,9	30.01.98	45,6	30.01.98	6,025
Изменение		-35,4%		16,6		1,1%
	3 волна					
Начало	05.05.98	315,2	05.05.98	31,2	05.05.98	6,134
Конец	01.06.98	171,7	28.05.98	68,6	28.05.98	6,162
Изменение		-45,5%		37,4		0,5%
	4 волна					

⁴ Сейчас даже сторонники широкой либерализации признают поспешность этой меры. См.: Российская экономика в 1998 году. Тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, 1999, с. 10.

Начало	20.07.98	193,0	31.07.98	58,7	22.07.98	6,226
Конец	30.09.98	44,0	14.08.98	162,5	09.09.98	20,825
Изменение		-77,2%		103,8		234,5%

Попытки поднять вопрос о переходе к плавающему курсу рубля, как показывает мемуарная литература, не были успешными. В тот момент казалось, что бурный рост уже «за углом», и до него осталось продержаться совсем чуть-чуть. Новые договоренности с МВФ по программе на 1998 г., казалось, гарантировали продолжение реформ, и финансовый кризис таких масштабов, какие уже наблюдались в других странах, в общем, не стоял на повестке дня как нечто, что может случиться в России. В этом периоде ЦБ уже не хеджировал валютные риски коммерческих банков.

С января 1998 г. плохие экономические новости существенно уменьшили надежды на подъем даже у оптимистов. В стране, столь зависимой от экспорта сырья, возможен экономический рост и при низких ценах на нефть и металлы. Но вряд ли он возможен при таком резком падении цен, которое происходило с начала 1998 г. под влиянием кризиса в других странах. Промышленное производство в новом году начало сползать вниз, ускорилось накопление неплатежей. Вторая волна финансового кризиса в январе–феврале была списана на спекулянтов, своих и чужих. Она стоила не так много, как первая, и еще оставляла надежду на то, что ЦБ в состоянии защитить рубль.

Правительство всю зиму было занято обычной борьбой с Думой по бюджету 1998 г. и Налоговому кодексу – политические факторы в тот период еще не играли самостоятельной роли в финансовой дестабилизации. Это помогало также создать иллюзию стабильности. Правительство продолжало наблюдать за кризисными событиями за рубежом как за отдаленными неприятностями, которые лишь стороной касались экономики страны. Важным новым фактором стало формирование, условно говоря, «партии экспортеров», открыто заинтересованных в девальвации.

Скрытый кризис - период апреля–июня. Он отличался тем, что и нефтяные цены падали, и внутреннее производство стало сокращаться быстрее, тогда как Правительство и Дума оказались заняты борьбой друг с другом. Правительство С.Кириенко пыталось обратиться к финансовым проблемам предприятий, но быстрого потока решений не получилось, поскольку нового комплекса идей не было наработано.

Третья волна падения курса акций в мае, повышение ставки рефинансирования, нарастание заимствования за рубежом по растущим ценам – все это может рассматриваться уже как активное втягивание в кризис. Российские банки понемногу уходят в этот период с рынка ГКО и уже испытывают проблемы с ликвидностью. К лету многие из них поднимают депозитные ставки до уровня 45–50%, что является уже явным симптомом трудностей и становится ловушкой для «новых рантье». К середине июня уже не Минфин, а ЦБ выкупает ГКО, доходность которых быстро растет. И уже нет возможности разместить новые выпуски по приемлемым ценам. Вывоз капитала и бегство от рубля ускоряются.

Основной ответ правительства – попытка выработать новую экономическую программу, чтобы получить еще примерно десять миллиардов долларов от МФО. Но логика оставалась прежней: жесткая кредитно-денежная политика, которая проводилась уже в условиях быстрого падения реального объема денежной массы (M2), поскольку экономика с июня, видимо, уже начала работать в кризисном режиме.

Открытая фаза (июль–август 1998 г.) представляла собой процесс развертывания кризиса, в котором объективные и субъективные факторы, групповые интересы оказались перемешанными. В стране ни у кого не было опыта жизни в условиях масштабного финансового кризиса рыночной экономики, не было проработанных запасных вариантов действий. Низкие цены на нефть и обвальное падение ВВП и промышленного производства в июле не оставляли надежды на то, что кризис «рассосется» сам собой.

Первые признаки поиска новых экстраординарных решений появились только в середине июля. Практические шаги выразились в свопах ГКО на евробонды, новом соглашении с МВФ и новых займах у МФО. Одновременно Дума из политических соображений не поддержала новую программу правительства. Заметим, что речь о предотвращении краха аналогичного тому, что случилось в странах ЮВА, открыто не шла. Меры новой программы не только должны были пройти через Думу, но и требовали времени и огромных усилий на реализацию. Сомнительно, что они могли предотвратить кризис, а просто оттягивать его за счет новых заимствований было уже не слишком рационально. Но при продолжающейся поддержке ЦБР курса рубля в

узком коридоре и параллельном уходе инвесторов из ГКО с немедленной конвертацией в валюту, шансов на предотвращение краха было мало. В любом случае в обстановке лета 1998 г. ожидать внезапного притока большой массы частного капитала в Россию или масштабной международной помощи было наивно.

Кризис разразился не столько из-за ухода иностранных институциональных инвесторов с рынка ГКО (многие досидели до конца), а в связи с тем, что домашние инвесторы отказали в доверии рублю. Банковская система к началу августа быстро теряла способность проводить платежи, в частности и особенности налоговые, оставив Минфин без кассовых поступлений. Падение курса российских бумаг загнало в угол банки, которые занимали на Западе под облигации. Начались продажи ценных бумаг банками, с тем чтобы пополнить залоги под кредитные линии. Минфин к началу августа быстро терял способность обеспечить даже текущие расходы бюджета. В пятницу 14 августа выяснилось, что некоторые ведущие банки не могут выполнить форвардные контракты на поставку валюты. В течение двух суток было найдено решение «17 августа», которое охватывало валютную политику, дефолт по ГКО и мораторий на частные долги и перевело кризис в завершающую стадию.

Путаница со сроками объявления схемы реструктурирования ГКО, неясность с самой схемой внутри Правительства, дебаты по легальности моратория затянули период неопределенности. Стихийная девальвация втрое за несколько недель при параличе платежной системы – это именно тот кошмар, который угрожал стабильности экономики в целом. Страна в августе-сентябре 1998 г. прошла, возможно, через большие угрозы, чем фактически осознала.

3. Российский кризис – глобальный контекст

Историки еще будут искать причины слепоты политиков и финансистов, проглядевших в конце XX века новые угрозы экономической и политической стабильности в мире. Финансовый кризис 1997–1998 гг. поставил мировую экономику на грань спада, а его масштаб в развивающихся и переходных странах и механизм распространения оказались непредугаданными. Еще несколько лет назад казалось, что наиболее тяжелые потрясения уходящего века позади, человечество стало мудрее, политики примирились

с невозможностью создания «своего» идеального мира, а жители планеты могут рассчитывать на снижение нищеты и неравенства. И вдруг снова спад в половине мира, политические потрясения, финансовые катастрофы в России и ряде других стран. Хотя непосредственная угроза мировой депрессии, видимо, все же миновала, XX век заканчивается без фанфар.

Естественный аналог в истории – крах 1929 г. на финансовых рынках США и Европы и Великая депрессия – сравнимы с трансформационным кризисом в бывшем СССР и особенно в России по глубине, но не по длительности. Девальвации и торговые войны сыграли тогда свою роль в переносе кризисов на более позднее время. Аналоги недавней истории развивающихся стран, в которых долговые кризисы, биржевые крахи или резкие колебания экспортных цен вызывали тяжелейшие финансово-экономические потрясения (например, Мексика в 1984 и 1994 гг.) носили локальный характер.

Современный финансовый кризис, который идет с весны 1997 г. (Чехия и Таиланд), в 1997–1998 гг. охватил Юго-Восточную Азию, а в 1998–1999 гг. – Латинскую Америку. Он отличается тем, что прервал фазу роста у многих стран, сократив возможности притока капитала и роста в развивающихся и переходных странах на два–три года. Попытки защиты курсов национальных валют, массовые панические перемещения краткосрочных капиталов и развал национальных банковских систем послужили передаточным механизмом кризиса. Он нанес тяжелый удар как по странам с историей быстрого и, на первый взгляд, сбалансированного роста («азиатским тиграм»), так и латиноамериканским государствам с тяжелой историей чередования инфляции и макростабилизации. Приток частного долгосрочного капитала в развивающиеся страны упал с уровня порядка 75 млрд долл. в квартал во второй половине 1997 г. до 33 млрд долл. в 3 квартале 1998 г.

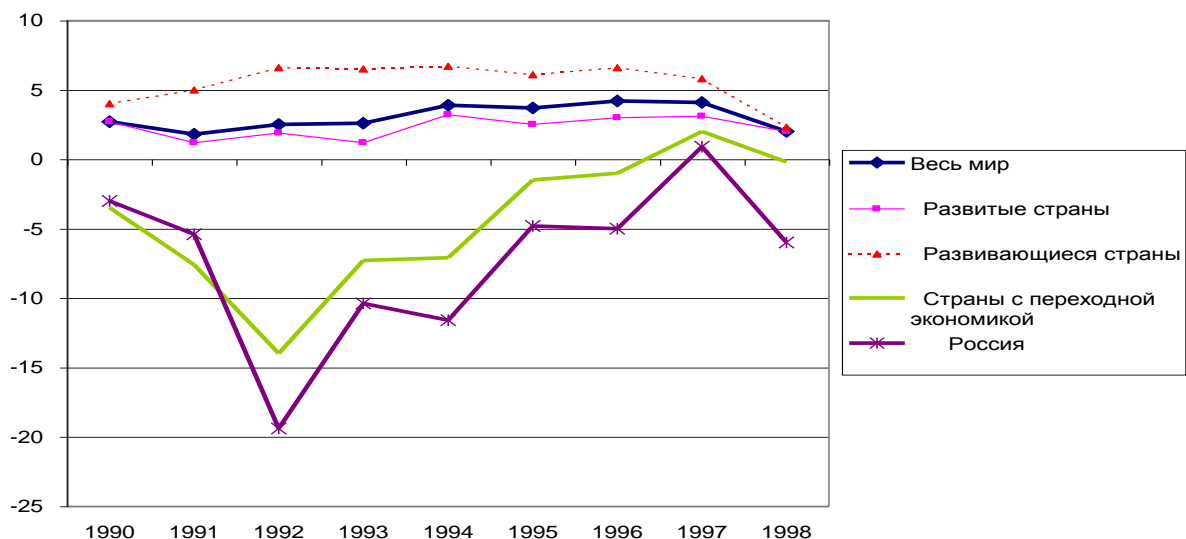
Четверть века прошло после энергетических шоков в развитых странах, их экономическая независимость от колебаний импортных цен стала фактом. Подъем экономики развитых стран, устойчивость их экономической политики в рамках общепринятых норм – ограничение бюджетных дефицитов и инфляции, развитая система конкуренции – создали иллюзию глобальной устойчивости в середине 1990-х

годов. Остальной мир явно не «поспел» за ними в своей внутренней трансформации, и при накоплении внутреннего напряжения дал трещину. С определенной степенью условности конец процветания в ЮВА, кризисы в Латинской Америке и СНГ можно рассматривать как кризисы неравномерно формирующегося среднеразвитого капитализма, который оказался несколько «мелким» для операций финансовых гулливеров. Слабость отношений собственности, незрелость конкуренции и небольшие масштабы внутреннего накопления капитала невозможно компенсировать контролем бюджетов и эмиссии. С учетом колебаний мировых цен на сырьевые товары, развивающийся мир ныне переживает кризисы, характерные для европейского и североамериканского капитализма периода до Второй мировой войны.

Развитые страны также пострадали от текущего кризиса, поскольку сужение рынков и потери на финансовых рынках развивающихся стран ограничивают возможности экономического роста (см. рис. 1). Одна из основных причин этого заключается в том, что сложившаяся система международного финансового регулирования достигла значительного прогресса применительно к развитым рыночным экономикам, но не смогла охватить системой такого же качества новые и более слабые рыночные экономики. Ресурсы международных финансовых организаций, их резервы рассчитаны на один–два крупных кризиса, но не на 5–7 крупных стран, находящихся одновременно в тяжелом финансовом состоянии и требующих помощи: Южная Корея, Индонезия, Таиланд, Малайзия, Россия, Аргентина, Бразилия. Кроме того, Япония испытывает первый спад за четверть века и нуждается в серьезной реконструкции своего финансового сектора. Китай также столкнулся с определенными финансовыми трудностями, особенно в банковской и финансовой системе, и спад в темпах роста.

Рисунок 1

Темпы прироста объема реального ВВП в мире (%)



Экономический рост сохраняется в Западной Европе, как и в США, куда устремился «панический отток» капиталов со всего мира, сбивая ставки и создавая условия для инвестиций. Развитая часть мира не движется, как опасались одно время, к новой депрессии, но в 1998–1999 гг. ежегодный прирост мирового реального ВВП составит менее 2%, а торговли – менее 6%. Девальвация валют создала условия для экспорта из развивающихся стран, но ее эффект скажется не сразу.

Одной из особенностей современной глобализации финансовых рынков стало учащение финансовых шоков. Перетоки краткосрочного финансового капитала оказываются благодеянием на один день и несчастьем на другой. Спекулятивные бумы на финансовых рынках, ресурсы банковской системы и стабильность валют (особенно при защите фиксированных курсов) оказались связаны с движением международного краткосрочного капитала. На этом фоне паническое («стадное») поведение международных инвесторов, оперирующих капиталами, сопоставимыми с национальными бюджетами и превышающими ликвидность национальных банковских систем, создавало неустойчивость, которая должна неизбежно взрываться кризисами.

Тем не менее, глубинные причины финансовых крахов в странах с развивающимися рынками лежат внутри этих стран. Создание, например, в странах ЮВА ряда отраслей промышленности и услуг, включение национальных хозяйств в глобальную экономику в сфере движения товаров и информации, рабочей силы, создали условия для общего

экономического роста в регионе в 1980–1990-е годы. Но рост ВВП на душу населения не делает страну развитой и стабильной, защищенной от внешних воздействий: неравномерность развития экономики, слабость национального финансового сектора, бюджетные дефициты свойственны большинству стран, – Россия здесь не исключение. Почти для всех них характерны бумы вложений в недвижимость или в престижные объекты без развития адекватной национальной базы долгосрочных сбережений. В России последних лет спекулятивный бум такого рода был в большой степени «заменен» бегством капиталов на уровне нескольких процентов ВВП ежегодно – величина близкая к несобраным налогам и недостающим ресурсам для социальных расходов и государственных инвестиций в инфраструктуру.

Международные инвестиционные банкиры подчиняются единой внутренней логике бизнеса, требующей уравнивания риска и доходности. По мере развития финансового кризиса в мире аналитики крупных международных инвестиционных банков принимали схожие решения. Их нельзя обвинять в бессердечности – таковы правила движения капитала, принятые в мире развитых финансовых рынков. Развивающиеся и переходные страны могут или принять эти правила игры, или не брать в долг. Выпускники одних и тех же университетов, по сходным теориям, на одинаковых компьютерах и используя одну информацию (весьма ограниченную) анализировали риски (видимо, не те риски) вложений в развивающихся рынках. Неудивительно, что они приходили к сходным инвестиционным решениям, пересматривая свои портфели. При этом действительная степень рискованности российских инструментов не была понята внешними инвесторами до самого последнего момента.

Внутренние слабости экономики развивающихся стран обуславливают катастрофический характер изменений в направлении потоков международных капиталов. Необходимость реформ мировой финансовой архитектуры становится все более очевидной. Нынешние международные финансовые институты не в состоянии решать проблему предотвращения масштабных системных кризисов. Неизбежна та или иная адаптация международной финансовой системы (и ее архитектуры) к новому «уровню недоверия» инвесторов к развивающимся рынкам, а также к способности МФО реально решать экономические проблемы. Недаром на Западе возобновилась

дискуссия о том, в какой момент рационально либерализовать капитальные счета, особенно в странах со слабой национальной банковской системой с тем, чтобы не подвергнуть ее риску внезапного оттока капитала.

Российский кризис может и должен рассматриваться в глобальном контексте. Неизбежная интеграция экономики страны в мировую экономическую систему зашла настолько далеко, что привело к появлению массы каналов воздействия извне на развитие экономики России. Одновременно развитие (особенно кризисы) в российской экономике стало существенно воздействовать на остальной мир. В процессе развития финансового кризиса в России в конце 1997 г. отчетливо проявились закономерности, присущие формирующимся рынкам, проявляющиеся в тесной взаимосвязи процессов, происходящих на этих рынках. Кризис в Азии, с одной стороны, резко сократил готовность инвесторов к каким бы то ни было рискованным вложениям, а с другой стороны, привлек их внимание к рискам, присущим вложениям в странах с формирующимися рынками.

Проблема ликвидности, испытываемая инвесторами в результате кризиса на каком-либо рынке, вынуждает их продавать часть своих активов. Так, паевые фонды открытого типа должны выплачивать деньги уходящим вкладчикам. Многие из таких фондов были созданы исключительно для вложений в формирующиеся рынки или рынки определенного региона и соответственно могут продавать только эти активы для обеспечения необходимых выплат. Инвесторы, заключившие сделку РЕПО или фьючерсный контракт по ценным бумагам или валюте, обязаны уплатить страховой взнос при падении цен. Прежде всего вышеописанные механизмы приводят к ускорению падения цен на рынке, испытывающем кризис, так как значительная часть вынужденных продаж осуществляется именно там. В случае невнесения страховой маржи в срок согласно контракту, позиция инвестора ликвидируется. Однако низкая ликвидность рынка во время кризиса и нежелание инвесторов фиксировать убытки побуждает их осуществлять часть продаж на сопредельных рынках.

Даже если инвесторы, понесшие потери в результате кризиса на каком-либо рынке, не испытывают острой нехватки в деньгах, система управления рисками, обязательная для использования западными инвестиционными и коммерческими банками, предполагает,

что возможное сокращение прибыльности должно компенсироваться меньшей рискованностью активов. Так как вложения в формирующиеся рынки относятся к категории высокого риска, лимит на них автоматически сокращается. Желание уменьшить рискованность портфеля может также быть вызвано ожиданиями будущей нестабильности в мировой финансовой системе, вызванными кризисом в одной из стран.

Потери иностранных инвесторов и банков в России в 1998 г. точно оценить трудно. Видимо, это все-таки не десятки миллиардов долларов, как считают журналисты, но все же вполне значительные и осязаемые величины (см. Таблица 3), чтобы о них долго помнить. Существенные убытки также понесли инвестиционные фонды. Наиболее ощутимы потери были для инвестиционных фондов, специализировавшихся на вложениях в России и СНГ. В Таблице 4 приведена информация о наиболее крупных из них. Ряд фондов, включая ветерана российского рынка «The Templeton Russia Fund», прекратили в 1998 г. операции с вкладчиками.

Таблица 3.

Оценка потерь западных банков, связанных с Россией, в 1998 г.

Bank of America	Потери в \$ 220 млн за июль–август 1998 г., в основном, в России
Bankers Trust	Потери в \$ 260 млн за июль–август 1998 г. от инвестиций в России
Chase Manhattan	Потери в \$ 200 млн от инвестиций в России сократили чистый доход от инвестиционных операций за июль–август до \$ 160 млн
Citicorp	Чистый доход за 3-й квартал сократился на \$ 200 млн в связи с убытками от инвестиций в России
CS First Boston	Потери в \$ 250 млн от инвестиций в российские долговые обязательства, общие потери более \$ 800 млн
JP Morgan	Общая сумма активов в России \$ 160 млн, потери не сообщаются
Morgan Stanley	Потери в \$ 110 млн за июль–август 1998 г. от инвестиций на формирующихся рынках, включая Россию
Nomura Securities	Потери в \$ 350 млн за январь–август 1998 г. от инвестиций в России
Republic, New York	Потери в \$ 110 млн за июль–август 1998 г. от инвестиций в России свели к нулю чистый доход за третий квартал.
Salomon Smith Barney	Потери от инвестиций в России в \$ 360 млн с начала года, включая чистые потери в \$ 150 млн за июль–август

Источник: «Russia turmoil hits banks,» CNN financial network, September 3, 1998.

Таблица 4.

**Активы крупнейших фондов,
специализирующихся на вложениях в акции в России и СНГ**

Название	Сумма активов на 1.1.99 г., млн долл.	Изменение активов за 1998 г., в %
The Hermitage	170,3	-88,6
Brunswick Russian Growth	126,1	-83,2
The Hermitage II	57,6	-88,6
Brunswick Russian Emg Equity Trust	26,6	-80,5
Rurik Investment	25,7	-77,2
Russian Prosperity	25,2	-86,1
Clariden Russia Equity	11,1	-84,2
Magnum Russia	9,0	-61,2

Источник: Micropal.

Кризис в России способствовал банкротству пяти хедж-фондов, использовавших в большом объеме заемные средства (High Risk Opportunities Fund LTD, High Risk Opportunities Fund LP, McGinnis Partners Focus Fund, McGinnis Global Fund и Russia Value Fund)⁵. События в России сыграли не последнюю роль также и в фактическом банкротстве одного из крупнейших хедж-фондов – компании Long Term Capital Management, основанной нобелевскими лауреатами Р. Мертоном и М. Шолсом. Власти США восприняли это событие как угрозу для всей финансовой системы страны и фактически пошли на выкуп данного фонда⁶. В апреле 1999 г. в США появились законодательные предложения по более жесткому регулированию хедж-фондов.

Банки и фонды спишут свои потери в России, но уровень российского риска останется важным фактором для следующего поколения студентов и инвестиционных банкиров. Кризис, произошедший в какой-либо конкретной стране, позволяет инвесторам сделать выводы об устойчивости стран со сходными макроэкономическими и структурными показателями и о различных инвестиционных рисках. Так, падение тайского бата продемонстрировало опасность краткосрочных займов, деноминированных в иностранной валюте, и слабость банковской системы. События, происходящие во время кризиса, особенно какие-либо неординарные действия, принимаемые правительством страны, могут быть восприняты как важный прецедент, повышающий вероятность повторения этих событий в другой стране.

⁵ Hedge Funds Win and Lose, CNN Financial Network, September 16, 1998.

⁶ World Economic Outlook, IMF, October 1998, p. 136.

Разумеется, все национальные финансовые системы и кризисы имеют свою специфику, но важно отметить, что российский кризис выглядит вполне «нормально» в цепочке развития мирового финансового кризиса. Российская экономика существенно пострадала в результате кризиса в ЮВА в 1997 г., когда произошел пересмотр фундаментальных представлений о рисках. В свою очередь «17 августа» привело к новому радикальному пересмотру инвесторами своих представлений о рискованности финансовых инструментов стран с развивающимися рынками. Это вызвало новый отток капиталов из этих стран. Так, неожиданно Россия сыграла роль передаточного механизма кризиса из ЮВА в страны Латинской Америки, особенно в Аргентину и Бразилию, значение которых для стабильности континента и экономики США весьма значительно⁷. Борьба с финансовым «заражением» осенью 1998 и в первые месяцы 1999 г. состояла в попытках найти способ остановить распространение эффекта «домино» на Бразилию путем сочетания жесткого сокращения государственных расходов и повышения доходов (обычный рецепт МВФ) с упреждающим переходом к плавающему курсу валюты (уроки российского «17 августа»).

Кризисы последних лет показали также важность демократии, ограничения правительственной коррупции, опасность преобладания кланов в контроле национальных политических и финансовых институтов, приводящих к серьезному конфликту интересов государства и кланов. Последние сыграли во многих странах заметную отрицательную роль в развитии и решении кризисов: первыми получая информацию о состоянии государственных финансов и намечаемых решениях, кланы автоматически действовали в своих интересах. В большинстве стран это особенно отчетливо проявилось в вывозе капиталов и бегстве от национальной валюты, разрушавших доверие к рынкам страны, но позволявшим сохранить часть ресурсов группы. Бегство капиталов «национальных» финансово-политических элит обычно опережало даже действия иностранных инвесторов, которые часто именно по этому признаку и узнавали о надвигающемся крахе.

⁷ Доля экспорта США в Аргентину, Бразилию и Мексику составляет примерно 13%, почти столько же составляли кредиты американских банков в этих странах в 1997 г. в процентах от их капитала.

Очередной мировой подъем может произойти тогда, когда восстановится рост в Японии и ЮВА, Латинской Америке. Только тогда можно ожидать роста экспортных цен на сырьевые товары и увеличения экспорта прямых капитальных инвестиций. Россия не смогла присоединиться к мировому подъему середины 1990-х годов. Ближайшая надежда состоит в том, что Россия будет готова к тому, чтобы присоединиться к экономическому подъему примерно в конце 2000-2001 г. При удаче с реструктурированием внешних долгов в этот период может начаться и возврат инвесторов в страну. Поэтому реформы должны продолжаться, чтобы экономический подъем в России в XXI веке шел на новой основе нормального рынка со здоровыми финансовыми институтами.

4. Что не сложилось

К 1998 г. стало практически ясно, что экономическая ткань нормальной рыночной экономики в стране не была соткана. Цели экономических агентов, условия их функционирования и реального поведения настолько далеки от того, на чем реально базируется эффективность рыночной экономики при всех ее различиях и вариациях, что началась полоса переосмысления как итогов, так и очередности этапов трансформационного процесса.

Несколько утрируя, можно сказать, что удалось практически решить задачи либерализации цен и внутренней торговли, в значительной степени – открытия страны, быстрого сокращения доли государственной собственности и временной макростабилизации. В то же время за годы преобразования не удалось заложить институциональные основы рыночной экономики, обеспечить соблюдение экономическими агентами правил игры, создать массового легального и эффективного хозяина как условия реализации преимуществ частной собственности. В данном контексте жители России не укрепили, а во многом утратили свою веру в частную финансовую систему, что подорвало систему внутренних организованных сбережений. Налоговая система стала одним из факторов стагнации легальной экономики.

Предприятия в условиях неопределенности контроля и прав собственности сформировали еще в ранние годы реформ краткосрочное целеполагание, которое

делает рациональным вывоз капитала, уклонение от налогов, подрывая тем самым процесс накопления. Разумеется, это относится не к предприятиям как объектам макроэкономической политики, а к тем менеджерам и собственникам, которые оказались у контроля. Государственные органы в условиях сжатия ресурсов пытались на всех уровнях компенсировать его долговым заимствованием и (или) фактическим неисполнением своих обязательств. Укоренилась система неплатежей предприятий друг другу и особенно бюджету, расчеты за рубежом и прочие негативные атрибуты современной российской экономики. Бюджетно-налоговый кризис соответственно радикально неразрешим при сформировавшейся системе экономических отношений на уровне предприятий.

В предыдущем Обзоре мы отмечали, что процесс быстрой трансформации в области структурных и институциональных реформ охватил 1992–1995 гг. Его завершение можно отметить принятием Гражданского Кодекса в 1994 г. и естественным финальным аккордом массовой приватизации – «свопами» 1995 г. С политической точки зрения период («ранней») быстрой трансформации завершается выборами в Думу 1995 г. и президентскими 1996 г. Процесс либерализации хозяйственной деятельности прошел еще быстрее – за 1992–1994 гг., включая переход российской экономики на мировые цены и прекращение прямого финансирования бюджета Центральным банком с 1995 г. Политические события 1998 г. и «17 августа» завершили значительный этап в истории перехода, в частности два – два с половиной года макроэкономической стабилизации на базе тех экономических отношений на микроуровне, структурных изменений, которые сложились в 1992–1995 гг.

Совокупность действующих правил и законов, соблюдаемых как государством и его органами, так и налогоплательщиками, обеспечивают эффективное функционирование рыночных механизмов. Ради этого и нужны были институциональные реформы. Последние по определению не могут опережать меры в области либерализации. Но они должны быть интегральной частью плана трансформации, а не неким последним эшелонем реформ. В России эта часть перехода далась, видимо, еще более трудно, чем остальные. Предложенные правила оказались столь жесткими, что их выполнение оказалось невыгодным участникам рыночных процессов, но выгодным бюрократии и коррупции.

Переход от вседвляющей роли социалистического государства в плановой экономике к демократическому государству, поддерживающему свои базисные функции (закон, правила игры), лежит не только через снижение его размеров (что само по себе правильно), но прежде всего через изменение роли государства. Пафос сокращения роли государства не должен затемнять важный конструктивный момент: в период перехода к рынку государство должно совершить сложную «операцию на самом себе». Проблемы государства в России на стадии перехода характеризуют масштабы распространения коррупции, экономических преступлений, ухода от уплаты налогов и бегства капиталов.

Фактическая картина российской пореформенной экономики оказалась смещенной относительно объективных целей трансформации. Финансовая элита («новые русские») сформировалась до и отчасти «вместо» среднего класса, наиболее заинтересованного в переходе к рынку и демократии. Страна осталась в состоянии экономического кризиса, огромного социального неравенства, плохой налоговой и слабой административной системы. Резкий переход от квазиэгалитарного общества к латиноамериканскому типу общества с огромным неравенством обусловил слабость среднего класса и неустойчивость политического процесса, развитие широкой коррупции и усиление общей и экономической преступности, особенно организованной.

Население не верит финансовым институтам, а бизнесмены держат свои ликвидные ресурсы в оффшорных зонах, выведя их из-под контроля кредитно-денежной политики ЦБР. Механизмы сбережения и накопления в новых условиях не сформировались – процесс дезинвестирования продолжается и через десять лет после начала реформ. Высокодоходные слои населения сосредоточили основные сбережения. Интересы новых владельцев предприятий оказались лежащими в рамках очень узкого горизонта немедленного обогащения именно в силу незавершенности процессов передачи собственности в частные руки и организации системы контроля и управления. Кризис неплатежей, уклонение от налогов и огромный (легальный и нелегальный) вывоз капитала не являются самостоятельными изолированными явлениями со своими «отдельными» противоядиями, а формой вполне рационального приспособления при данных отношениях собственности и слабом государстве. Отсюда и специфика

мучительного и бесконечного процесса макроэкономической стабилизации в России – процесса собственно не трансформационного. Макростабилизация в разных формах и масштабах – необходимость для большинства стран мира, и заключается она в координированном поддержании внутреннего и внешнего баланса, ограничении инфляции, бюджетных дефицитов и поддержании стабильности валют, умеренных ставок процента и на этой базе – условий для накопления капитала и сокращения безработицы.

Достижение этих целей предполагает адекватное поведение предприятий и населения. Активно сопротивляющаяся микросреда делает правительственную макроэкономическую политику малоэффективной, порождает «шараханье», поиск панацеи, использование внешних ресурсов без долгосрочного планирования и т.п. Процесс реформ в России в 1990-х годах первым делом создал, как это ни парадоксально, такую же уязвимую для финансового кризиса структуру экономики, как в развивающихся странах с большей историей рыночного развития. Мощь финансово-политических группировок и их небольших по мировым стандартам банков базировалась на слабости промышленных компаний, низкой норме сбережений и накопления. Нерешенные проблемы в области собственности – ключевом параметре трансформации – не позволили выйти в экономический подъем на новой рыночной основе. Бегство капиталов, кризис неплатежей, особенно налоговых, подтолкнули к использованию неэмиссионного покрытия дефицита через заимствования, что и вызвало в известной мере искусственный спекулятивный бум на рынке государственных краткосрочных бумаг. Россия не успела создать нормальную рыночную экономику на уровне сотен тысяч предприятий промышленности и торговли, но успела создать именно тот финансовый сегмент, который в 1997–1998 гг. оказался самым уязвимым в условиях глобализации экономики.

Процесс трансформации зашел достаточно далеко, так что даже после финансового краха угроза контрреформации не простирается до массовой национализации. И в этом состоит достижение реформаторов 1990-х годов. В то же время возникает неизбежный вопрос, что именно было сделано «не так». Создание нормальной рыночной экономики и демократии являются естественной целью страны, которая хочет обеспечить процветание своих граждан в современном мире. Конечная цель перехода в общей

форме ясна, но стратегия и тактика трансформации может быть различной так же, как исторические условия развития стран привели к созданию весьма своеобразных обществ и экономических систем в мире, объединенных глобальной рыночной экономикой.

Сложилось несколько точек зрения на теорию и историю российской трансформации, хотя понадобится время, спокойствие и серьезный анализ, чтобы оценить возможные альтернативы. Точки зрения разнятся очень широко. Левые считают трансформацию порочной по замыслу, целям и исполнению – трудно было ожидать иного. Есть точка зрения, что реформы проводились слишком медленно, хотя трудно себе представить, как быстро могла бы быть изменена на противоположную вся совокупность экономических отношений в обществе, их институциональное основание.

Традиционная радикальность и бескомпромиссность отечественных экономистов уводит от спокойного профессионального анализа. Едва ли не для всех участников дискуссии последних лет о переходе от плана к рынку в России выбранный путь был безальтернативным: либо полностью правильным («а как иначе?»), либо наоборот. Безальтернативность относится, как ни удивительно, не только к ключевым стратегическим решениям в процессе перехода, но часто даже к чисто тактическим шагам. Авторов ключевых элементов российской реформы с течением времени все труднее сыскать. Как известные западные экономисты, так и многие отечественные специалисты все более дистанцируются не только от результатов, но и от замыслов ряда шагов, сделанных в предыдущие годы. Наверное, все же многое можно было сделать иначе, но серьезной профессиональной дискуссии об этом за годы реформы, пожалуй, так и не было.

Стратегия перехода стран с плановой экономикой к рынку в последние десять лет оказалась весьма различна. Венгрия сумела избежать реструктуризации внешних долгов, сделала ставку на иностранный капитал и опробованные методы приватизации, испытывает значительные экономические трудности, но явно лидирует по глубине собственно трансформации и степени приближения к привычной рыночной экономике. Чехия не имела проблем макростабилизации в начале перехода, провела ваучерную приватизацию, но пережила банковский и финансовый кризис в 1997 г. Польша в

начале своей трансформации опиралась на частное фермерство и розничную торговлю, либерализовала цены еще при последнем коммунистическом правительстве, прошла шокотерапию, спланировала и не использовала ваучерную схему, добилась высокой коммерциализации госпредприятий и хороших темпов роста. Китай модифицировал старую политическую систему, коммерциализировал экономическую среду и демонстрирует высокие темпы роста. Если страновые стратегии оказались так различны, процесс перехода в России, наверное, мог быть построен сложнее.

Экономические дебаты в России в 1990-е годы были довольно жестко структурированы по нескольким направлениям: макроэкономическая стабилизация, приватизация, кризис неплатежей и налогов. Такие достижения реформы, как либерализации цен, торговой и внешнеэкономической деятельности, выступали естественной основой этих процессов. Комплексной проработки стратегии трансформации с учетом объективной разности скоростей формирования рыночной экономики по направлениям и секторам так и не сложилось. И без того длительное и трудоемкое институциональное развитие и правовое обеспечение рыночной экономики оказались как бы отложены на второй этап реформ, тогда как либерализационные меры были проведены достаточно быстро волевыми решениями. В известной мере это было неизбежно, но требовало немедленных огромных усилий по формированию собственно ткани рыночной экономики: новых правил игры, новых законов – как ограждающих свободу бизнеса от государства, так и регулирующих бизнес в интересах общества. Институциональные условия существования и функционирования предприятий изменились еще более радикально, чем условия существования людей: в области реформ социальной защиты, реформы заработной платы и жилищно-коммунальных условий и прочего.

На наш взгляд, исторические трансформационные процессы обладают определенными ограничениями на скорость изменений – в основном, институционального характера. Следовало бы брать в расчет не только узкие «окна политических возможностей» для быстрых изменений, но и реальные организационно-правовые ограничения в области интенсивности и комплексности перемен. Резкие широкомасштабные реформы без подготовки могут быть оправданы исключительными обстоятельствами кризиса, как отчасти это было в отношении либерализации начала 1992 г.

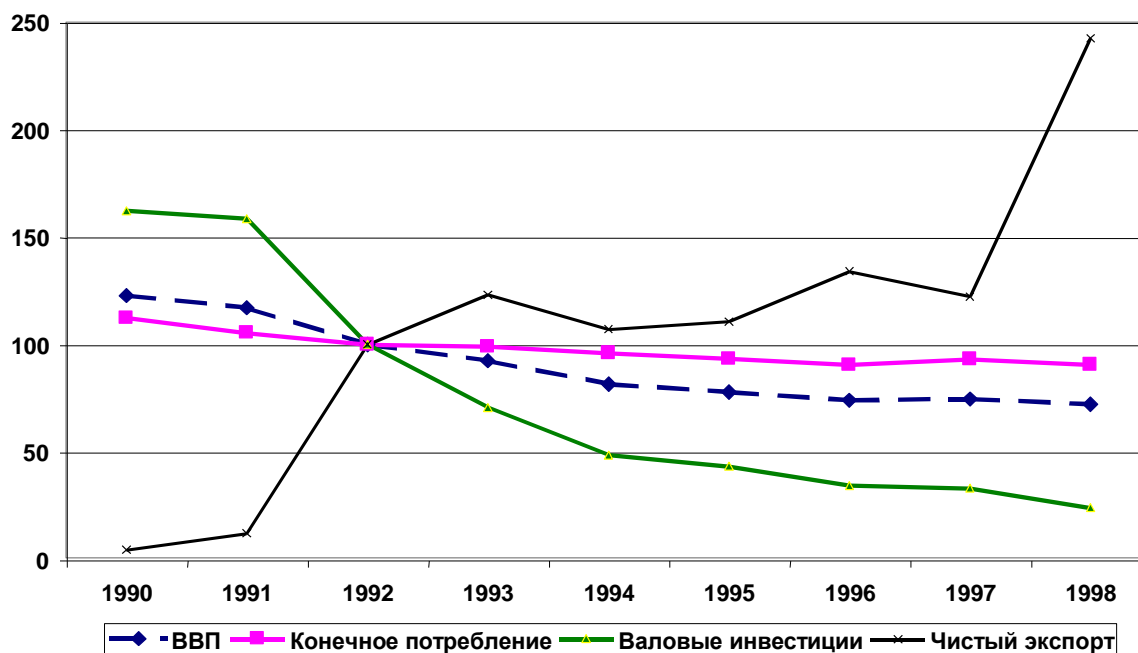
После августовского кризиса появилась экзотическая точка зрения, что реформы проводились достаточно радикально и либерально только в первой половине 1992 г. Данный подход основан на отождествлении терминов «быстрый» и «хороший» и на отказе от достижений трансформации 1990-х годов ради приверженности к чистым (бескомпромиссным) радикальным реформам либерального толка. Тем самым получается, что радикальные реформы в России кончились именно в тот момент, когда МВФ и МБРР пришли в Россию с идеями, технической помощью и займами. Огромные изменения происходили на протяжении всех 1990-х годов, но либерализация и попытки макростабилизации ранних лет реформ выглядят столь впечатляюще на фоне того развала плановой экономики, который остался от горбачевской эпохи.

Ключевые нерешенные проблемы на микроуровне обусловили тщетность попыток сделать макростабилизацию устойчивой. Государство не могло поднять налоговую дисциплину, а штрафные меры постепенно создали такой накопленный «навес» просроченных долгов, штрафов и пеней, что сделали выход из создавшейся ситуации простыми путями (усиление административных органов) все менее реальным. Эффективность кредитно-денежной политики оказалась резко сниженной за счет ухода российских предприятий в бартер, расчетов между собой в оффшорных центрах и т.п. В целом, государство на переходном периоде не смогло одновременно и сократить свою прямую экономическую роль, и создать адекватную систему регулирования рыночной экономики.

Без серьезного микроэкономического основания макроэкономическая стабилизация не привела к общему экономическому росту. Общий уровень накопления в стране упал примерно в четыре раза только с 1992 г. (см. рис. 2). Снижение общего объема потребления было меньшим, но было явно «профинансировано» снижением накопления. А изменение торгового баланса в 1998 г. повторило эффект резкого роста чистого экспорта в 1992 г.

Рисунок 2

Динамика ВВП и его компонентов (1992 = 100)



Совершенно справедлива точка зрения, что структурные реформы в социальной сфере (но не только) отстали и тем самым создали огромное давление на бюджет. В то же время демократический процесс изменения социального законодательства крайне сложен во всем мире. А в условиях тяжелого экономического кризиса, падения реального уровня доходов и потребления большей части населения (избирателей), сократить бюджетные расходы еще больше и «на ходу» повысить их эффективность, конечно, очень сложно. Кроме того, на первом этапе большинства структурных преобразований связано с дополнительными расходами, а экономия достигается позже. Бюджетно-налоговый кризис стал перманентным и угрожающим стабильности финансовых рынков. Его особенностью была длительная довольно жесткая кредитно-денежная политика, поддержание высокого курса рубля при неспособности государства собрать налоги.

Высокий уровень процента в России в этих условиях трактуется традиционно как результат «выгребания» средств государством. В прошлогоднем Обзоре мы подчеркивали, что неравновесие на рынках капиталов отражало не только высокий государственный спрос на покрытие дефицита в форме продаж якобы низко рискованных государственных обязательств. Это само по себе верно, но недостаточно для объяснения ситуации. Точнее было бы принять во внимание и исключительно

низкое предложение сбережений со стороны населения при 5% норме сбережений в 1995–1997 гг. (1,7% в 1998 г.). Граждане поддерживали свое частное потребление, а не сбережения, и оказали лишь ограниченное доверие финансовым институтам, за что многие все же были наказаны в августе–сентябре 1998 г. При огромном (легальном и нелегальном) бегстве капиталов из страны рынок капиталов оказался необычайно рискованным и дорогим. Никакие мероприятия по вливанию средств в экономику, которая активно вывозит капиталы, не могут дать устойчивых результатов. А в 1997 г. вывоз капитала и объем суверенного заимствования составляли величину одного порядка (см. ниже главу о финансовом состоянии предприятий).

В этих условиях крупные (особенно экспортные) предприятия, а также многие регионы пытались компенсировать видимую нехватку средств с помощью заимствования. То же делало и федеральное правительство, постепенно все глубже залезая в долги. Попытка решать бюджетные проблемы за счет заимствования (прежде всего внешнего) привела к огромным перекосам, «выгребанию» сбережений и серьезно ограничила накопление. Общая внешняя и внутренняя задолженность всех уровней государства и частного бизнеса достигла огромных величин без того, чтобы эти средства были ранее использованы на развитие.

Достижения трансформации и потери становятся основанием для более глубокого внимания к проблемам защиты прав собственности, корпоративного управления, защиты прав инвесторов. Налоговая реформа, борьба с бартером и неплатежами, изменение системы целей собственников и менеджеров предприятий взаимосвязаны и должны будут решаться комплексно. В целом, это означает, что, по всей видимости, страна стоит перед этапом осмысления специфики пройденного пути.

5. Долги надолго

Проблема внешней долговой зависимости России в долгосрочном плане стала центральной в кругу тех проблем, которые обременяют экономику страны. Это касается, прежде всего, федерального правительства, намеренного предотвратить суверенный дефолт, от которого с трудом удалось уйти в начале 1990-х годов. Задолженность банковской системы, значительные взаимные внутренние долги, угроза

растущей региональной задолженности создали комплекс проблем, который придется решать достаточно долго. Надо быть готовым и к тому, что всякое улучшение экономической ситуации в XXI веке в стране будет означать необходимость платить больше по старым долгам.

Относительная политическая устойчивость 1996–1998 гг., покрытие бюджетного дефицита, некоторое оживление в экономике в 1997 г. базировались на притоке больших объемов частного портфельного капитала на рынок ГКО и прямых заимствованиях правительства у МФО и на евторынке. Политика стимулирования притока внешних портфельных инвестиций не позволила сосредоточиться на создании нормального инвестиционного климата и ограничила внимание к более важным прямым иностранным вложениям. Инвестиционный процесс в стране сжался вполне в соответствии с законами рыночной экономики. Долговой кризис созрел очень быстро – всего за год–два.

Проблема государственных и частных заимствований детально рассматривается в последующих разделах [Обзора](#), поэтому здесь мы ограничимся лишь самыми общими ее характеристиками. Напомним, что суть заимствования, особенно за рубежом, заключается в эффективном использовании кредитных ресурсов. Можно занять дорого или дешево, но если средства используются на текущее государственное или личное потребление, а не на инвестиции, то ни отдачи, ни ресурсов для выплаты в дальнейшем не возникает. В этом принципиальная иррациональность всей долговой волны 1990-х годов: российское государство, многие предприятия занимали средства прежде всего на покрытие текущего дефицита, а не дефицита капитальных ресурсов.

Стоит также напомнить, что массовое привлечение иностранного капитала в страну эффективно не только и не столько в случае его дешевизны относительно внутренней цены капитала, в чем состояла логика его привлечения в 1996–1998 гг. Недостаточно сбить цену капитала внутри страны, чтобы стимулировать подъем – нужно еще обеспечить приток капитала в услуги, торговлю, промышленность. Инвестиционный климат для внутренних и внешних инвестиций не столь различны. Международный опыт это подтверждает: почти невозможно создать приток иностранных инвестиций при инвестиционном кризисе внутри страны. Исключение составляют крупные

инфраструктурные проекты, масштабные инвестиции, которые во всем мире производятся с той или иной поддержкой государства. Наша страна нуждается в «культурном капитализме», а значит – в прямых иностранных инвестициях. А фактическая политика всех лет реформ была направлена на приток портфельного капитала, который пришел в относительно привычные по форме долговые инструменты, которые в дальнейшем оказались слишком рискованными. При этом страна пропустила гигантский бум роста вывоза прямого капитала из развитых стран, который пошел в страны Центральной и Восточной Европы, Китай.

Долговой айсберг, в который врезалась экономика России, формировался фантастически быстро. Закончив переговоры с Парижским клубом в 1994 г., Россия взяла на себя весь долг СССР всем странам в обмен на зарубежные активы. Одновременно Россия фактически потеряла возможность получения значительной части долгов из большинства стран, которым помогал СССР вооружениями и экономически, как по политическим причинам, так и в силу того, что эти страны сами находятся в тяжелом состоянии. Преждевременно судить о мудрости прежней стратегии в отношении советских долгов или о перспективах переговоров, тем более что это прежде всего сфера «большой политики», а далеко не только рациональной экономической логики. Заметим лишь, что по предыдущим соглашениям наибольшая нагрузка по выплате советских долгов приходилась на период после 2002 г., и тогда это, видимо, казалось очень далеко.

В известном смысле аналогичная ситуация сложилась в переговорах по Лондонскому клубу, законченных осенью 1997 г. Казалось, что плата частью наличными, частью облигациями по коммерческим долгам СССР будет происходить относительно умеренными порциями по несколько миллиардов долларов в год. На фоне притока десятков миллиардов долларов портфельных средств и массовых инъекций МФО на реформы, такие выплаты выглядели вполне умеренно.

«Решив» проблемы старого советского долга, Правительство приступило к накоплению нового (см. Таблица 5). Это было сделано по времени в два приема: в 1996-1997 гг. займы брались на макростабилизацию и снижение инфляции через неэмиссионное

финансирование бюджетного дефицита; а с ноября 1997 по август 1998 г. федеральные заимствования шли на спасение макростабильности.

Таблица 5.

**Внешний долг государственного и частного сектора России
(основная сумма без накопленных процентов, млрд долл., на конец периода)**

ПОКАЗАТЕЛЬ	1992	1993	1994	1995	1996	1997	июль 1998	1998
Государственный сектор	107,7	120,6	127,5	128,0	143,3	153,5	176,3	164,3
Долги бывшего СССР	104,9	103,7	108,6	103,0	100,8	91,4	91,8	93,6
Парижский клуб ¹	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	37,6	37,6	38,4
Лондонский клуб	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	28,2	28,7	29,7
Прочие долги	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	25,6	25,5	25,5
Долги РФ ²	2,8	9,0	11,3	17,4	24,2	32,1	51,2	51,4
Кредиты МФО	1,0	3,5	5,4	11,4	15,3	18,7	26,2	26,0
Еврооблигации	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	4,5	15,8	16,0
Прочие долги ³	1,8	5,5	5,9	6,0	7,9	8,9	9,2	9,4
Субъекты федерации и местные органы власти ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	2,2	2,4
Задолженность по инвестициям нерезидентов на рынке ГКО и ОФЗ ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	7,2	17,6	20,0	5,8
Валютные облигации Минфина (ОВВЗ) ⁶	0,0	7,9	7,6	7,6	11,1	11,1	11,1	11,1
Частный сектор ⁷	4,5	4,3	4,9	6,3	11,3	54,0	61,9	46,9
Банковский сектор	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	40,3	39,1 ⁸	23,8 ⁹
Нефинансовые предприятия ⁴	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	13,7	22,8	23,1
В % к ВВП по текущему обменному курсу								
Государственный долг	235,2	87,7	74,1	38,6	37,2	36,4	41,2	129,4
Частный долг	9,8	3,1	2,8	1,9	2,9	12,8	14,5	36,9
Справочно:								
ВВП (млрд ден. руб.)	19,0	171,5	610,7	1540,5	2145,7	2521,9	2684,5	2684,5
Курс ММВБ (руб./долл.)	0,415	1,247	3,550	4,640	5,570	5,974	6,272	21,140

¹ Включая просроченную задолженность по выплате процентов.

² Без учета предоставленных суверенных гарантий по частным займам.

³ Двусторонние соглашения и коммерческие кредиты.

⁴ Некоторая часть обязательств, видимо, повторно учтена в разделе «Банковский сектор».

⁵ По номиналу, по текущему обменному курсу.

⁶ Приведены данные об объемах выпусков. В настоящее время нерезидентам принадлежит около 50% облигаций внутреннего валютного займа.

⁷ Без учета внешних обязательств небанковских финансовых компаний, которые на конец 1998 г. оценивались в 0,35 млрд долл.

⁸ По данным на 1.07.98 г.

⁹ По данным на 1.10.98 г.

Ненадежность финансирования бюджетного дефицита с помощью евробондов и иностранных частных вложений во внутренние рублевые бумаги собственно и основана на том, что движение портфельных капиталов в мире подчиняется иным законам, нежели законы национальной макростабилизации. Видимая часть собственно

российского государственного долга состоит в основном из долгов международных финансовых организаций (МФО), евробондов нового выпуска 1997–1998 гг. (включая «свопы» ГКО на бонды июля 1998 г.) и различных двусторонних соглашений (см. Таблица 5). Кроме того, к государственному долгу относятся суверенные гарантии по частным займам, однако нам неизвестен общий объем таких гарантий, выдававшихся от имени правительства.

Важным компонентом накопления государственных долгов в течение 1990-х годов, как видно из Таблицы 5, было заимствование у международных финансовых организаций. Внимание российской прессы к МФО делает их демоническими силами, влияющими (в зависимости от политических взглядов авторов положительно или отрицательно) на судьбу российской экономики. Подробный анализ деятельности МФО в России еще впереди. Важно одно: они с энтузиазмом пришли в Россию в 1992 г., чтобы проводить те рыночные реформы, которые они знали и полагали полезными для России. Но при этом очень многое зависело от наших собственных решений в отношении того, когда, сколько и на что брать деньги. Позиция же самих МФО была весьма простой: как сформулировал в начале 1999 г. один высокопоставленный сотрудник МВФ, общее мнение в академических кругах Запада в начале 1990-х заключалось в том, что «реформаторам надо было давать много денег – возможно, это было ошибкой».

Вливания средств МВФ в наш федеральный бюджет имели целью способствовать макростабилизации в России, особенно после законодательного запрета ЦБ в соответствии с соглашением с МВФ прямо финансировать бюджет с 1995 г. Задолженность перед МВФ быстро выросла с примерно 4,2 млрд долл. в конце 1994 г. до 12,5 млрд долл. в конце 1996 г. В этот период сбор налогов оставался низким, как и уровень сбережений, поскольку в период выборов оказывать существенное давление на бизнес было затруднительно. Средства Фонда были чисто бюджетным финансированием, направленным на поддержку реформ в области бюджетной и кредитно-денежной политики (заметим, что, по принятой МВФ методологии бюджетных расчетов, средства Фонда рассматриваются как внутреннее финансирование, кроме, разумеется, возврата средств, как в 1999 г.). Следующий взлет долга пришелся уже на 1998 г., когда займы пошли на отчаянную попытку спасти стабильность рубля и макроэкономики в целом. К сожалению, к 1998–1999 гг. истекли

льготные три года по старым кредитам МФО, и с учетом процентов по всему долгу Россия теперь обязана платить порядка 5 млрд долл. в 1999 г., что примерно равно последнему июльскому траншу МВФ 1998 г.

Мировой Банк и его организации играли более разнообразную роль в России, чем МВФ. По традиции Банк следует за Фондом в отношении макроэкономической политики в стране-заемщике. Но Банк является лидирующей организацией в мире, пытающейся продвигать рыночные реформы на институциональном уровне, структурные реформы по широкому кругу секторов и отраслей. На 1 марта 1999 г. Банк предоставил (то есть одобрил на Совете Директоров) России чуть меньше 11 млрд долл. на структурные реформ, из которых реально получено (истрачено) несколько более 6,5 млрд долл., при этом около 2,0 млрд долл. заморожено в ожидании выполнения российской стороной своих планов реформ, которые были пересмотрены и согласованы в основном в течение января–апреля 1999 г. По восьми бюджетнозамещающим займам Россия получила 4,4 млрд долл., остальные средства приходятся на примерно 30 других проектов в различных областях: от правовой реформы до покупки медицинского оборудования. Банк играл намного менее значительную роль в поддержке рубля в течение кризисного периода.

Средства по инвестиционным проектам Мирового банка продолжали поступать в Россию и после кризиса. Существенно отметить, что для России это сейчас один из немногих источников заемных, особенно на инвестиционные нужды. Вместе с гарантийным агентством МАГИ и Международной финансовой корпорацией группа Мирового Банка играет значительную роль в долгосрочных инвестициях в странах-заемщиках и в частности в России. Сходную роль играет Лондонский Европейский банк реконструкции и развития, который предоставил России по множеству конкретных проектов примерно 3,3 млрд экю, из которых было фактически предоставлено 1,4 млрд экю. Конечно, это не слишком большие средства по масштабам нашей страны, но важные, поскольку они создают элементы нормального проектного финансирования и инвестирования, часто в кооперации с частными западными инвесторами. Эти деньги тоже надо будет отдавать, но есть надежда, что они окупятся.

Как видно из Таблицы 5, активное накопление «новых» внешних долгов помимо кредитов МФО также началось с конца 1996 г., когда завершение президентских

выборов, бум на рынке российских акций и допуск иностранных инвесторов на рынок ГКО создали общую благоприятную обстановку для заимствования как государством, так и частным бизнесом. Россия и ее предприятия и банки стали получать так называемые «инвестиционные» оценки от мировых рейтинговых агентств. Общая обстановка подъема в мире сделала российский рынок привлекательным. Наши заемщики не замедлили этим воспользоваться.

Если говорить о размерах внешнего долга, то общий объем долговой нагрузки на бюджет и на экономику (ВВП) страны должен исчисляться в национальной валюте, поскольку должники, в общем, должны покупать валюту для выплаты долгов. Именно с этим связано обострение долговой проблемы для бюджета и коммерческих банков в 1998 г.: им сложно выплачивать валютные долги при четырехкратном падении номинального курса рубля и при том, что уровень номинальных рублевых доходов остался низким в силу кризиса и лишь двукратной инфляции. Долговая нагрузка в форме отношения накопленного объема долгов к объему ВВП отражает в большой степени и валютный курс. В этом аспекте низкий уровень нагрузки 1995-1997 годов выглядит недооцененным при стабильном курсе рубля.

Фактически нагрузку надо считать в текущих потоках по обслуживанию долга к доходам должников (федеральное правительство, банк и проч.). В этом и заключается сложность долговых проблем: заимствование решает сиюминутные проблемы, когда денег дают в долг сегодня, а платить надо нескоро. Но при малейшем потрясении и риске все быстро меняется: оказывается, что платить надо завтра и в валюте, а рефинансировать долг невозможно.

Единственными, кто не успел напрямую набрать много в долг за границей, были региональные власти. В конце 1997 г. «в разработке» у инвестиционных банков было порядочно новых выпусков евробондов для регионов. Однако сложности получения разрешений (указ президента, как минимум) предотвратили массовые заимствования регионов с неизбежными банкротствами в нынешней ситуации. Правда, на самом деле регионы занимали у российских банков, которые в свою очередь привлекали кредитные ресурсы за рубежом, поэтому истинный размер скрытой региональной задолженности оценить точно трудно. Потенциальная возможность крахов займов региональных

властей представляет очень серьезную опасность. Например, отказ властей штата Минас-Жераиса в Бразилии в начале 1999 г. платить по своим внешним обязательствам чуть не привела к краху национальной валюты в российском стиле.

В этом отношении независимость штатов или областей от федерального правительства по своим долгам в общем иллюзорна. И региональные, и федеральные власти любой страны оплачивают свои долги из налоговых сборов, объем и структура которых заданы общим законодательством. Поэтому любой долговой кризис немедленно становится налоговым: Правительство в условиях спада пытается изменять налоговые законы (что, мягко выражаясь, непросто), поднимать ставки и увеличивать сборы. Если это делает региональная власть, она сокращает потенциальную базу федеральных налогоплательщиков, что немедленно отслеживают внешние и внутренние инвесторы, имеющие в своих портфелях долговые инструменты федерального правительства. Так что всякие трудности с долгами на любом государственном уровне немедленно фиксируются и влияют на доступность кредита, его цену, возможность рефинансирования и т.п. Представления инвесторов о риске потерять свой капитал именно и питаются такой информацией: один не платящий субъект федерации удорожает кредит для всей страны.

В принципе, это же относится и к крупным частным компаниям, заимствования которых существенно выросли в первом полугодии 1998 г. Но здесь наиболее важным с точки зрения долгосрочных последствий для российской экономики являлось изменение в характере обеспечения выделяемых средств. Если в прошлые годы более предпочтительным обеспечением являлись гарантии федерального правительства, местной администрации или акции самого предприятия-заемщика, то в условиях протекающего мирового кризиса в качестве гарантии использовались экспортные поставки товаров, в основном нефти, газа и металлов. Так, в 1998 г. российские нефинансовые предприятия частного сектора заняли у иностранных банков и финансовых институтов около 9 млрд. долл. Из этой суммы свыше 6 млрд долл. составили кредиты пяти топливным компаниям («Газпром», «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Татнефть» и «Тюменская нефтяная компания»), а в качестве обеспечения выделенных средств выступили будущие поставки в Западную Европу российского газа и нефти.

Почти все компании, выпустившие и разместившие еврооблигации, также работают в топливно-энергетическом комплексе⁸. И в этом случае инвесторы традиционно предпочитают приобретать долговые бумаги тех компаний развивающихся стран, которые функционируют в добывающих отраслях и поставляют свою продукцию на экспорт. В случае невыполнения эмитентом своих обязательств инвестор может получить компенсацию в виде экспортной продукции предприятия-должника. Выход российских компаний на международный рынок облигаций состоялся в конце 1997 – начале 1998 г., но мировой финансовый кризис и сложная политическая ситуация в самой России приостановили развитие этого вида заимствований. Тем не менее, на конец 1998 г. совокупный долг по еврооблигациям российских предприятий составил порядка 1,5 млрд долл.

Возвращаясь к вопросу о внешней федеральной задолженности, можно сказать, что процесс ее нарастания в течение семи месяцев 1998 г. носил откровенно кризисный характер. Федеральный сектор занял за этот период чистых 5,6 млрд долл. у МФО и более 11 млрд долл. на евторынке, считая с июльским свопом ГКО на валютные облигации по очень высоким ставкам и по курсу около 6 руб./долл. В общей сложности специалисты оценивают привлечение зарубежной помощи для спасения рубля в пределах до 23 млрд долл. В основном эти средства ушли на продажу валюты для компенсации оттока части капиталов.

Судя по поведению многих российских банков, частных инвесторов, состоятельного населения, ощущение надвигающегося финансового кризиса неясных форм и масштабов висело в воздухе все лето. В России летом был замечен уход многих банков с рынка ГКО в доллары. Невероятно высокие депозитные ставки в ряде банков (40-50% годовых в рублях при низкой инфляции) в течение мая–августа, конечно, обманули многих россиян – неисправимых любителей пирамид. Кризис ждали осенью и многие (опротестив) ушли в отпуск в намерении забрать средства из банков в сентябре. Но крах ведущих коммерческих банков, обвальная девальвация, обесценивание рублевых и потеря долларовых депозитов российского среднего класса случились раньше, чем

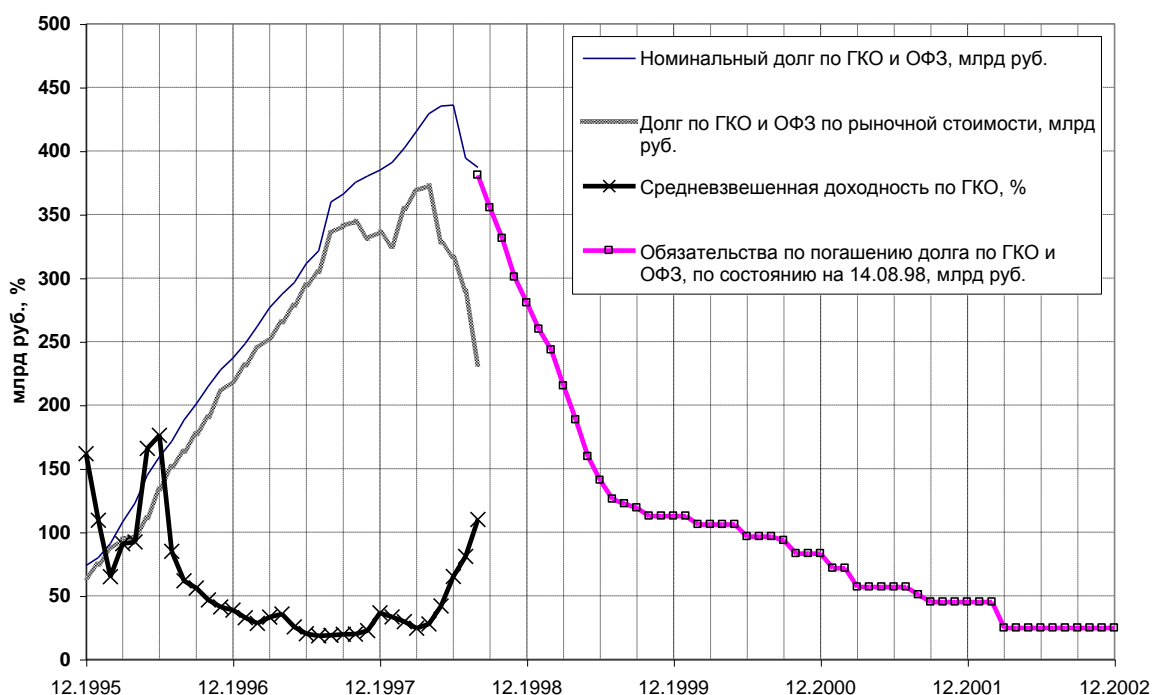
⁸ В настоящее время на европейских биржах обращаются облигации шести российских компаний – «ЛУКОЙЛ», «Газнефть», «Сибнефть», «Мосэнерго», «Иркутскэнерго», «Московская городская телефонная сеть».

предприниматели вернулись из отпусков. Ситуация поразительно напоминала начало 1990-х годов: заимствование за рубежом «до последнего», техническое банкротство ВЭБа, отсутствие реального плана решения текущего кризиса и долгосрочных проблем.

То, как подходила к концу история ГКО-ОФЗ (см. рис. 3), подробно описано в последующих разделах **Обзора**. В частности, оказалось явно неудачным решение сократить размер внутреннего долга путем свопов ГКО на евробонды, что не спасло рынок внутренних обязательств, а лишь увеличило долларовый долг примерно на 6 млрд долл. всего за три недели до обесценения всего массива ГКО. При этом программу конвертации ГКО под управлением инвестиционного банка Goldman Sachs многие инвесторы восприняли как констатацию Правительством своей неспособности расплачиваться по текущим долгам.

Рисунок 3

Основные характеристики внутреннего долга перед «17 августа»



Хотя возможность краха пирамиды ГКО давно смаковалась средствами массовой информации, предположение, что Россия слишком велика и «ядерна», чтобы упасть, продолжало завораживать политиков и инвесторов вопреки финансовой логике. Несмотря на начавшийся в конце 1997 г. уход части иностранных инвесторов с рынка

ГКО, основная группа крупных институциональных инвесторов держалась до конца. Они, видимо, просто не могли поверить в возможность краха российских государственных бумаг при макроэкономической политике, поддержанной МВФ. По нашему мнению, удивительным является не то, что часть инвесторов ушла, а то, что большинство так долго оставалось на рынке.

Разумеется, прибыли были столь высоки, что расстаться с ними было трудно. По мнению некоторых западных политиков, инвесторы знали, чем рискуют в России при доходности ГКО на вторичном рынке порядка 100% при низкой инфляции и должны сами отвечать за последствия своего рискованного поведения. Но инвесторы не были готовы к тому, что Правительство России примет столь резкие меры по выходу из кризиса. Многие инвесторы ожидали девальвации рубля на 30-40%, некоторые из них допускали возможность реструктуризации ГКО или введение ограничений по движению капитала, но почти никто не ожидал одновременно и девальвации, и моратория на выплату долгов российскими банками, и конфискационной реструктуризации ГКО. В финансовой практике последних десятилетий практически не было прецедентов дефолта по долгу в национальной валюте перед нерезидентами. Предыдущие случаи реструктуризации долга относились к суверенному долгу (план Брейди), либо к внутреннему долгу перед резидентами (план BOMEX-89 в Аргентине).

Неожиданность поведения российского правительства 17 августа для внешних инвесторов объясняется еще и тем, что они недооценили возможность того, что решение острых социальных проблем может оказаться важнее финансовой репутации государства. Разумеется, характер принятых решений отражал также попытку в последний момент помочь крупным банкам выжить. С другой стороны, надежда Правительства на то, что иностранные и внутренние инвесторы быстро согласятся на резкое сокращение стоимости своих портфелей ГКО, была явно чрезмерно оптимистична. Переговоры тянулись, как известно до весны 1999 г. Столь же трудно идут переговоры по реструктуризации частных долгов. Общий рост долгов за период перед 17 августа немедленно превратился в критическую проблему для страны, как только произошла девальвация. Как показано в Таблице 2, рублевый объем долгов взлетел пропорционально девальвации и резко вырос в отношении национального ВВП. По отношению к ВВП вырос не только общий частный долг, поставив на грань

банкротства по зарубежным кредитным линиям и форвардным контрактам многие российские банки. Важно то, что государственный долг такого масштаба оказывается за пределами реальных возможностей бюджета по его обслуживанию. К сожалению, то, что бюджет «сэкономил» на дефолте ГКО, оборачивается резким удорожанием долларовых долгов.

То или иное реструктурирование внешних долгов России является императивом. Сейчас Россия вынуждена заново открыть переговоры по «советским» долгам. Представляется, что это единственно возможная сейчас стратегия: пытаться обслуживать российский долг и реструктурировать старые долги. Соответствующие переговоры летом 1999 г., будем надеяться, окажутся успешными. Рефинансирование долгов МФО в краткосрочном плане также является необходимостью, хотя это временное решение проблемы.

Большинство аналитиков сходятся на необходимости поддерживать обслуживание евробондов, чтобы не лишиться окончательно доверия частных инвесторов. Есть признаки, что международное сообщество начинает склоняться к тому, чтобы трактовать евробонды как обычные инвестиции. Но для каждой конкретной страны возможность возврата на рынок капиталов будет зависеть от того, как она обходится с массовым инвестором в минуту острого кризиса. Что касается частных предприятий, то многие из них будут гасить кредиты западным банкам, которые предоставлялись с 1997 г., хотя сделать это в условиях низкого курса рубля будет достаточно сложно. Впрочем, можно ожидать, что в создавшихся условиях иностранные кредиторы будут вынуждены пойти и на реструктуризацию долгов российских предприятий частного сектора.

До кризиса Правительство рассчитывало, что Россия должна будет выйти на устойчивые темпы экономического роста в следующем веке и платить порядка 15–17 млрд долл. по всем федеральным долгам ежегодно. Российские проблемы с обслуживанием федеральных долгов выглядят весьма сложно, особенно в 1999 г., когда в принципе платежи должны были составить порядка 17 млрд долл. Это соответствует столь значительной доли бюджета, что платежи не могут быть произведены, даже если бы курс рубля при этом (то есть при попытке купить такую сумму валюты на рынке) не рос.

По-прежнему проблемой остается бегство капитала. Положительный торговый баланс в несколько миллиардов долларов ежемесячно мог бы снизить курс доллара и облегчить обслуживание долга. Однако административными мерами решить проблему бегства капитала еще никому не удавалось, а изменение направления потока капитала макроэкономическими методами займет больше времени, чем отпущено для выхода из этой острейшей ситуации.

Вопрос о том, когда и при каких условиях иностранные инвесторы будут готовы вернуться на российский рынок, далеко неоднозначен. Россия продемонстрировала свою готовность игнорировать как правила, на которых основана мировая финансовая система, так и собственное законодательство. Реструктуризация ГКО, невыплаты по обязательствам Лондонскому клубу в декабре 1998 г. и предполагаемые проблемы с выплатой долгов по ОВВЗ еще долго будут оказывать влияние на рейтинг России как международного заемщика. Этот эффект значительно усилится, если Россия откажется в полной мере выполнять свои обязательства по еврооблигациям⁹.

Политическая неопределенность, связанная с предстоящими парламентскими и президентскими выборами, делает практически маловероятным возврат России на международный финансовый рынок в ближайшие год-два. Даже если Правительство подтвердит свою приверженность курсу реформ, трудно представить, что ему будет оказан такой же кредит доверия, какой был продемонстрирован инвесторами в 1997–1998 гг. Существует целый комплекс условий, лишь при выполнении которых возможно оживление российского рынка портфельных инвестиций. Помимо улучшения перспектив экономического роста и политической стабильности, необходима более эффективная защита прав инвесторов, в том числе мелких акционеров, прозрачная система отчетности, открытость и предсказуемость политики, более внимательное отношение к интересам инвесторов. Кроме того, вероятность прихода инвесторов на российский рынок будет во многом зависеть от ситуации на формирующихся рынках в целом.

⁹ Мы считаем преждевременным детально разбирать политику переговоров по реструктурированию российских внешних долгов.

Можно согласиться с теми специалистами, которые определяют реальный объем обслуживания внешних долгов в пределах 3–4 млрд долл. в год в обозримом будущем, пока общая ситуация в бизнесе на микроуровне не изменится, а собственно российский капитал действительно не повернет в страну. До тех пор продолжение структурных реформ, особенно в области отношений собственности, жесткие бюджеты с первичным профицитом и переговоры с кредиторами остаются, видимо, единственным путем предотвращения суверенного банкротства. Последнее даже в мягких и ограниченных (частичное и т.п.) формах еще более отдалило бы Россию от восстановления ее нормального положения в глобальной экономике, выхода на рынок капиталов и восстановления роста.

6. Послекризисный период: программа-минимум

По нашему мнению, в период непосредственно после 17 августа 1998 года была реальная опасность резкого углубления экономического кризиса в силу паралича платежной системы страны, перебоя во внешней торговле, паники населения с весьма вероятным «набегом» на Сбербанк, сепаратных действий регионов на фоне политического кризиса. Приход Правительства Е.Примакова снял остроту политического кризиса, а Министерство финансов и Банк России в августе–сентябре 1998 г. смогли предотвратить финансовую панику. Несмотря на резкий рост инфляции (импортной), падение уровня жизни, масштабных социальных потрясений все же не произошло.

В сентябре основными задачами правительства объективно были стабилизация платежной системы, возобновление платежных операций банков, предотвращение галопирующей инфляции на базе столь вероятной в данной ситуации эмиссии. Второй – но не по важности – задачей было урегулирование проблемы долгов Правительства по ГКО, а также решение проблемы долгового кризиса на уровне банковской системы. Решение этих задач не было завершено полностью даже к апрелю 1999 г., но угроза суверенного дефолта, массового ареста активов банков за рубежом и другие вполне реальные угрозы все же не реализовались.

Правительство смогло решить осенью 1998 – в начале 1999 г. несколько проблем объективной программы-минимум. Минфину и Банку России удалось избежать неконтролируемой эмиссии и гиперинфляции, восстановить минимальную пропускную способность платежной системы, ограничить банковскую панику, сохранить доверие к Сбербанку. Этот набор целей, видимо, исчерпывал возможности Правительства в той обстановке.

Банковская система, конечно, еще не может кредитовать развитие экономики до своего реструктурирования и рекапитализации. Федеральный внешний долг будет препятствовать привлечению новых внешних кредитов в течение длительного времени, как на уровне правительства, так и частного сектора и регионов. Переговоры по сокращению «советского» долга будут идти долго. Стимулирующую экономическую политику «кейнсианского» типа, как она представлена в ряде правительственных документов осени 1998 – зимы 1999 г., сложно реализовать в силу необходимости согласовывать ее с МВФ и МБРР. Собственно договоренности с МВФ по займам, достигнутые в конце апреля, предполагают выполнение весьма жестких мер в области налогово-бюджетной политики и не менее, а, скорее, более жестких условий в области реализации бюджетозамещающих займов МБРР. Обе организации выполнили свое обещание поддерживать реформы в России, а не конкретные правительства, но условия займов, пожалуй, несколько ужесточились.

Правительство активно вело наработку идей в области экономической политики, завершившуюся принятием программы первоочередных мер в ноябре 1998 г. В то же время в пределах рассматриваемого периода (вплоть до весны 1999 г.) политика, в общем, сводилась к решению текущих острейших проблем. Сохранилось значительное различие между декларируемыми время от времени намерениями правительства (в частности, подтолкнуть экономику и особенно накопление) и фактическим наличием средств, практическими действиями. Правительство не пошло на радикальную индексацию доходов в соответствии с обесценением рубля на внутреннем рынке – это было почти нереально в силу бюджетных ограничений. Радикальное увеличение доходов бюджета в условиях кризиса, конечно, затруднительно – тем более, что эта проблема остается одной из самых трудных в российской экономической жизни столь долго, что трудно ожидать мгновенного изменения ситуации. Реальность бюджета 1999

г. остается под сомнением для многих, хотя умеренная инфляция оставляет шанс на рост номинальных бюджетных доходов.

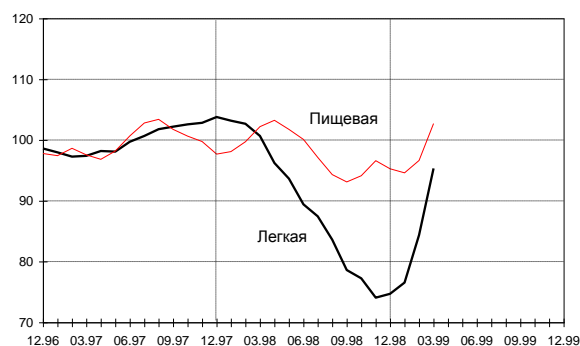
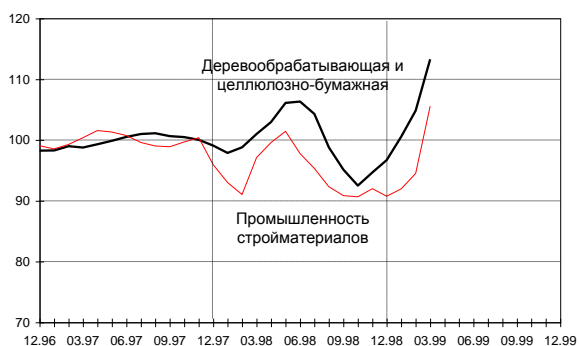
Практически Минфин пытался использовать передышку по ГКО для уменьшения бюджетной задолженности по своим прямым обязательствам. К апрелю 1999 г. наметилось осязаемое снижение долгов бюджетникам, пошла вниз задолженность предприятий по заработной плате. В общем, несмотря на некоторые обещания и общий популистский имидж, Правительство объективно оказалось довольно жестким. Печатание денег было в целом умеренным, кредиты банкам значительными, но меньше ожидавшихся. Наконец, Правительство не индексировало до весны 1999 г. основные доходы при двукратном росте цен с августа 1998 г. .

Крупным событием стало принятие еще в марте бюджета на 1999 г. в связке с шагами по налоговой реформе. Последняя давно назрела, хотя далеко не все положения налоговой программы Правительства вызвали поддержку аналитиков и могут дать предполагаемые инициаторами быстрые положительные результаты. Проблема усиления административного нажима на предприятия с целью выдавливания налогов в условиях кризиса остается слабым местом всех правительств.

В марте 1999 г. общий объем промышленного производства уже достиг предкризисного максимума декабря 1997 г. Но при этом рост промышленного производства в последние месяцы 1998 и в начале 1999 г. отличался крайней отраслевой неравномерностью (см. рис. 4) и определялся, прежде всего, краткосрочными факторами: восстановлением объемов производства до минимально необходимого уровня, соответствующего фактическому спросу, а также приспособлением к новой структуре цен.

Рисунок 4

**Отраслевая динамика промышленного производства
(1997=100, сезонно сглаженные показатели)**



Если внутренний спрос будет понемногу расти, то при двукратном падении реального курса рубля после «17 августа» промышленность потребительских товаров будет постепенно развиваться. Но это далеко не тот масштабный подъем с высокими темпами инвестиций, спросом на продукцию российского машиностроения, средствами на науку и т.п., которого Правительство ждало в течение последних лет. Восстановление реального ВВП России до уровня 1997 г. потребует не менее двух лет.

Изменение структуры цен, вызванное девальвацией рубля, стимулировало интенсивный рост производства экспортных товаров (при ограничениях, накладываемых возможностями расширения сбыта на мировых рынках). Быстро увеличивалось производство в отдельных подотраслях цветной металлургии, продукция основной

химии (включающей производство удобрений), целлюлозно-бумажной промышленности. В нефтегазовой промышленности, спрос на продукцию которых на мировых рынках жестко ограничен, производство почти не росло.

В свою очередь повышение рублевых цен импортируемых товаров стимулировало увеличение производства импортозамещающей продукции, прежде всего предметов потребления (при ограничениях, накладываемых уровнем конкурентоспособности по качеству продукции). Так, среди потребительских товаров длительного пользования интенсивно росло производство бытовых электрических приборов, а также легковых автомобилей. Быстро расширялся выпуск парфюмерии, отдельных видов пищевой продукции, некоторых текстильных изделий. В то же время производство, например, таких товаров, как стиральные машины и бытовая электроника, которые в гораздо большей степени уступают по качеству импортным, увеличивалось медленно или вообще не росло.

Пока рано говорить о подъеме, поскольку скорость импортозамещения и внутренний спрос ограничены, а внешний – сжат низкими ценами на многие товары российского экспорта. Даже рост цен на нефть весной 1999 г. еще не создает условий для роста. Важнее, пожалуй, некоторое снижение темпов инфляции в первые месяцы 1999 г., которое говорит о том, что в условиях кризиса в экономике не так много собственных инфляционных тенденций, а эффект импортной инфляции постепенно будет ослабевать в меру импортозамещения и развития конкуренции при условии относительной стабильности курса. Рост производства после нижнего пика в сентябре 1998 г. не является, конечно, долгожданным подъемом, но свидетельствует о сохранении в экономической системе способности к адаптации к условиям работы при кризисном состоянии платежной системы и в условиях банковского кризиса.

Выработка новой программы экономической политики на 1999 г. в огромной степени определяется отношениями с МФО. Любое правительство России в ближайшие годы будет находиться в ситуации антикризисного управления, поскольку последствия дефолта ГКО 1998 г. будут ощущаться длительный период. Выборы станут другим ограничителем – отвлечение ресурсов на политическую борьбу в таких масштабах, как в 1995–1996 гг., стране больше не по карману. Примерно ясны те минимальные задачи,

которые стоят перед экономической политикой в 1999 г., если страна хочет выйти в фазу подъема в начале следующего века. При условии положительного решения проблемы суверенного долга, реструктурирования банковской системы, решения проблем других внешних и внутренних долгов появляется надежда на постепенное восстановление финансовых рынков.

Двойные выборы 1999–2000 гг. в России, судя по мировому опыту, – время популизма, застоя в законодательной деятельности и менее всего время реформ, хотя ситуация требует ясной и активной политики. Острота экономических проблем станет испытанием для политической и экономической элиты страны. Проведение активных структурных реформ, поддержание макроэкономического баланса будет императивом для того, чтобы Россия смогла завершить самые трудные и сложные компоненты перехода к рыночной экономике. Потребуется огромная концентрация усилий Правительства на структурных реформах, реформе налогообложения и региональных финансов, а также укреплении прав собственности. Продолжение перехода к нормальной рыночной экономике предполагает, что нынешнее Правительство, а главное, Правительство, которое будет у власти к осени 2000 г., создадут фундаментальные основы для экономического роста в России.