

Л. ГРИГОРЬЕВ,
кандидат экономических наук,
генеральный директор фонда
“Бюро экономического анализа”

В ПОИСКАХ ПУТИ К ЭКОНОМИЧЕСКОМУ РОСТУ*

В период макроэкономической стабилизации в России многие исследователи (особенно зарубежные) высказывали мнение о том, что по ее завершении страна перейдет к экономическому росту. Подобные ожидания базировались на опыте других стран с переходной экономикой. Практически речь шла о том, что либерализованная экономика при условии жестких бюджетных ограничений и подавлении инфляции немедленно поворачивает к росту. Возникло представление *о повороте к росту как о естественной награде за глубокие рыночные реформы*. Оно отчасти повлияло и на официальные прогнозы (см. табл. 1). Предсказание поворота к росту уже несколько лет кочует из документа в документ.

Однако экономический рост в России (так же, как в Украине и ряде других стран СНГ) отсутствует, что заставляет более критично отнестись к возможностям ориентации на примеры других стран с переходной экономикой как способе предсказания развития событий¹. Российские экономисты и политики в процессе перехода к рынку столкнулись не только с общими проблемами перехода, но и со специфическими российскими проблемами, связанными, в частности, с размерами страны и масштабами начальных экономических дисбалансов, острой региональной неравномерностью глубины трансформационного кризиса. Реакция предприятий, в том числе приватизированных, на макроэкономическую стабилизацию была далека от ожидаемой – реструктурирование и “эффект предложения” запаздывали. В центре экономических проблем на микроуровне остались кризис платежей, уклонение от налогов и т.п. Без комплексных структурных преобразований и сдвигов в поведении предприятий быстрого перехода к росту не произошло. В последние один–два года правительство столкнулось с малоприятной реальностью: реформы продолжаются, но поворот к экономическому росту запаздывает, и преимущества рыночной экономики в области эффективности не могут проявиться в условиях затяжного спада производства. Финансовый кризис ноября 1997 – июля 1998 гг. вновь отодвинул подъем во времени.

* Настоящая статья подготовлена на основе вводной главы “Обзора экономической политики за 1997 г.” (Бюро экономического анализа. М., 1998, в печати).

¹ Современное состояние российской экономики и финансов наводит на мысль, что от изучения хода реформ в Польше и других малых восточноевропейских странах пора переходить к анализу опыта Аргентины, Бразилии и Мексики 80–90-х годов, а с учетом последних событий на финансовых рынках – также Индонезии, Таиланда и Малайзии.

Динамика макроэкономических показателей и прогнозы
(темпы прироста в %)

	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
<i>Реальный ВВП</i>										
Факт	-5,0	-14,5	-8,7	-12,7	-4,2	-3,5	0,8			
Прогноз:										
май 1995 г.						0,0	2,5			
декабрь 1996 г.							1,0	3,0	4,5	5,0
январь 1998 г.								1,5	3,5	5,0
<i>Промышленное производство</i>										
Факт	-8,0	-18,0	-14,1	-20,9	-3,3	-4,0	1,9			
Прогноз:										
май 1995 г.						0,0	2,0			
декабрь 1996 г.							1,0	4,0	6,0	8,0
январь 1998 г.								3,0	4,0	5,0
<i>Реальные капиталовложения</i>										
Факт	-15,0	-40,0	-12,0	-24,0	-10,0	-18,0	-6,0			
Прогноз:										
май 1995 г.						1,0	7,5			
декабрь 1996 г.							0,5	7,0	10,0	12,0
январь 1998 г.								0,0	5,0	6,5
<i>Потребительские цены (декабрь к декабрю)</i>										
Факт	160,0	2509,0	839,9	215,1	131,3	21,8	11,0			
Прогноз:										
май 1995 г.						20,0	15,0			
декабрь 1996 г.							11,8	8,0	7,0	6,0
январь 1998 г.								6,3	5,5	4,5

Источники: Госкомстат РФ; программы правительства РФ за соответствующие годы.

В 1997 г. темпы экономического роста составили меньше 1%. Вероятность увеличения ВВП в 1998 г. более чем на 1–2% была весьма низкой и до майской остановки железных дорог и обвала на финансовых рынках в мае–июле. Не внушают особенного оптимизма и прогнозные оценки на 1999–2000 гг. Многие важные национальные приоритеты, включая социальные, культурные, экологические и т.д., не могут быть реализованы без ощутимого экономического роста.

Достижения реформаторов в области либерализации экономики, изменении характера потребительского рынка, создании начальных условий для частнопредпринимательской деятельности сыграли свою роль. Новым позитивным политическим фактором, способным повлиять на настроения населения в период выборов 1999–2000 гг., могло бы стать начало экономического роста. И с этой точки зрения необходимо осуществить инвентаризацию как имеющихся, так и недостающих факторов развития, объективную “томографию” состояния рыночной экономики России после шести лет преобразований и определить прагматические пути выхода на траекторию экономического роста.

Характер развития экономики страны в 1996–1998 гг.

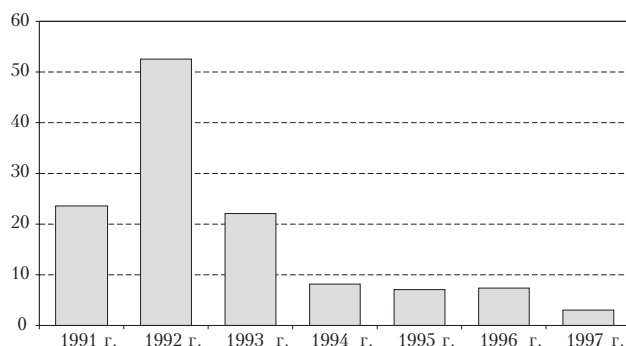
Осмысление экономической политики с конца 1996 г. по середину 1998 г. предполагает ответ на ключевой вопрос: окончился ли в России переходный кризис? Разумеется, сам процесс трансформации от плановой к рыночной экономике в России еще далек от завершения по многим, в том числе ключевым параметрам функционирования микроэкономики, отношениям собственности и конкуренции. По нашему мнению, фундамент существующей сейчас в России экономической системы был в основном сформирован уже в 1992–1995 гг. Это легко проследить, анализируя главные параметры трансформации экономики от плана к рынку. Либерализация цен, внутренней и внешней торговли была осуществлена еще на раннем этапе реформ. Некоторое усиление государственного регулирования в последующие годы сколько-нибудь радикально ситуацию не изменило.

К концу 1995 г. макростабилизация приобрела уже вполне зримые очертания. Инфляция была “сбита”, хотя и не подавлена, прекращено прямое субсидирование бюджета Центральным банком РФ, сократился бюджетный дефицит. В условиях жесткой денежно-кредитной политики возросли валютные резервы и чистые международные активы. Курс рубля на конец 1995 г. (4640 руб./долл.) приблизился к паритету покупательной способности. Наконец, к этому времени был решен главный вопрос перехода от плановой социалистической экономики к рыночной: уже в 1995 г. Россия присоединилась к большой группе стран Центральной и Восточной Европы, в которых доля ВВП, производимого негосударственным сектором, составляла 55–60%. Огромным успехом стало снижение инфляции до уровня менее 1% в месяц в 1997–1998 гг.

В последние два года экономика России характеризовалась уже сформировавшимся типом экономической среды. За 1996–1997 гг. был достигнут прогресс во многих областях, но принципы хозяйствования предприятий, институционально-правовые условия оставались в общем теми же, что и в 1995 г. Это позволяет нам предположить, что развитие российской экономики в 1996–1998 гг. шло уже в рамках новой (“российской рыночной”) системы. Оно было эволюционным, поскольку не происходило радикальных изменений в институциональном базисе, характере собственности, организации и функционировании экономических агентов на микроуровне.

Оставляя изучение деталей переходного периода и его издержек историкам, можно сделать вывод, что в 1990–1991 гг. кризис начался в рамках старой плановой системы, кризис 1992–1995 гг. – в контексте ее быстрого слома и трансформации, а в 1996–1998 гг. спад шел уже в рамках новой “почти” рыночной системы. Главное свидетельство истощения в 1995 г. собственно “переходной” составляющей экономического кризиса – динамика относительных цен. Статистические данные свидетельствуют о том, что структура относительных цен в России приблизилась к структуре цен мирового рынка одним скачком в 1992–1993 гг. Структура внутренних цен в последние годы остается относительно

Коэффициент вариации темпов роста оптовых цен*



* Отношение стандартного отклонения темпов роста цен производителей в 11 отраслях промышленности к среднему темпу роста.

Рис. 1

стабильной (см. рис. 1). Это означает, что существенное перераспределение финансовых ресурсов между отраслями лишь за счет изменения цен стало практически невозможным. Прибыльность или убыточность отраслей и предприятий с этого времени определяется объемами производства, а не динамикой относительных цен. В свою очередь, динамика объемов производства стала в большей степени зависеть от платежеспособного спроса, что и позволяет анализировать развитие российской экономики в последние годы в рамках рыночных постулатов.

Переходный кризис 1992–1995 гг. был во многом связан с шоком от резкого изменения условий хозяйствования и относительных цен. Кризис 1996–1998 гг. определялся уже собственными закономерностями. Большое сокращение производства в 1996 г. по сравнению с 1995 г. было обусловлено жесткой монетарной политикой 1995 г., ситуацию осложнили такие “внешние” факторы, как выборы 1996 г. Объективно в 1996–1997 гг. (до осени) внешние условия для товарного экспорта и заимствования средств были лучшими за длительное время. Выросли как физический объем российского экспорта, так и цены на многие товары, особенно на нефть. Темпы экономического роста в мире были самыми высокими за 90-е годы: условия экспорта, инвестирования, притока иностранного капитала были наиболее благоприятными. Россия впервые получила кредитные рейтинги и смогла вновь начать заимствовать на мировом рынке по вполне умеренным ценам, сбивая внутренние ставки процента по государственным долговым обязательствам. Мировые потоки капиталов в развивающиеся страны резко выросли и достигли максимума. Если бы в этот период в российской экономике вызрели внутренние предпосылки для поворота к росту, то подъем мог бы стартовать в весьма благоприятных условиях, уникальных для нынешнего десятилетия.

Как мы теперь понимаем, 1996 год был упущен для структурных реформ и перехода к росту в условиях мирового подъема и благоприятных мировых цен. *Наша экономика заплатила за выборы высокую цену*: “бегство” капиталов из-за политической неопределенности, откачка средств на политические кампании, падение собираемости

налогов и т.д. Эта цена измеряется достаточно просто – 195% доходности ГКО в июне 1996 г. При таком уровне процентных ставок легко получить определенный приток портфельных инвестиций, но при падающей инфляции и растущем реальном проценте нельзя надеяться на подъем внутренних инвестиций.

К концу 1996 г. правительство смогло удержать под контролем ситуацию в области инфляции, но три ключевые проблемы оставались нерешенными: структурные реформы², бюджетный кризис и цена капитала. Без решения этих проблем невозможен переход к экономическому росту.

Рассмотрение экономического спада в России в 1996–1997 гг. как явления, определяемого не трансформационным кризисом, а характером воспроизводственных процессов в пореформенной экономической системе, позволяет внести некоторую строгость в процесс выработки экономической политики. Проблема перехода от длительного застоя (депрессии) к росту исторически была актуальна для циклического развития западных стран во второй половине XIX – первой половине XX вв. Этот опыт во многом применим к современным российским условиям, поскольку экономические колебания в XIX–XX вв. были характерной чертой среднеразвитых (по современному счету) стран с рыночной экономикой со значительными дисбалансами между реальным и финансовым сектором, высоким удельным весом крупной тяжелой промышленности, относительно низким качеством экономической информации, высокой неопределенностью перспектив развития.

Страны с переходной экономикой отличаются от развитых стран в основном незаконченностью процесса формирования институционально-правового фундамента рынка, неадекватностью отношений собственности и контроля, значительной остаточной ролью государства в экономической жизни, слабостью частного финансового сектора экономики, что выражается в недостаточно высокой капитализации и низких кредитных возможностях частной финансовой системы. Поэтому в развивающихся (переходных) экономиках для выхода из депрессии требуются укрепление рыночных механизмов, преодоление слабости рыночных сил и стимулов роста, применение мер, традиционных для рыночной экономики на микроуровне.

Факторы спроса

По официальным данным, в 1997 г. стабилизировалось или несколько улучшилось большинство макроэкономических показателей. Впервые за 90-е годы не сократился объем валового внутреннего продукта и вырос объем промышленного производства, осталось на прежнем уровне производство продукции сельского хозяйства, увеличились розничный товарооборот, реальные личные доходы и потребление. Осенью 1997 г. оценки загрузки мощностей, ожидания в промышленности и

² Под структурными реформами понимаются изменения принципов организации и функционирования важных секторов и отраслей экономики: реформа социальной сферы, особенно пенсионной системы, ЖКХ, военная и т.д.

настроения потребителей изменились в благоприятную сторону. Годовая инфляция снизилась до 11%, цены производителей промышленной продукции повысились всего на 7,4%. Впервые за годы реформ рост цен производителей отставал от роста цен конечного потребления. Медленнее цен конечного потребления увеличивались и цены реализации сельскохозяйственной продукции, тарифы на грузовые перевозки.

В 1997 г. при росте общего объема промышленного производства на 1,9% наиболее быстрыми темпами увеличивалось производство в цветной металлургии (за счет экспорта) и в машиностроении (в основном в автомобильной промышленности за счет повышения внутреннего спроса). Заметно выросли объемы производства и в медицинской промышленности (на 15%). Впервые появились признаки стабилизации в легкой и пищевой отраслях. Второй год подряд сокращалась доля импорта в розничном товарообороте (см. рис. 2). При благоприятных внешних условиях российская экономика могла бы – пусть медленно – начать выходить из тяжелого кризиса.

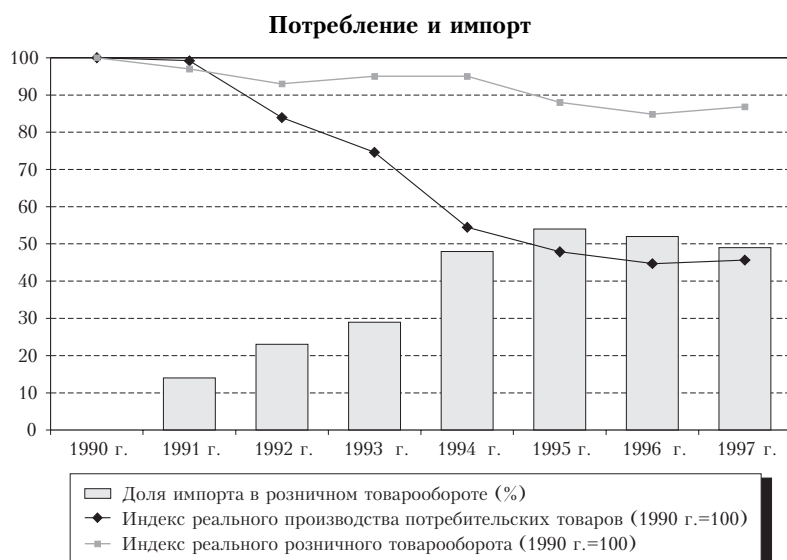


Рис. 2

Подавление инфляции и финансовая стабилизация были осуществлены мерами жесткой денежно-кредитной политики, которая традиционно означает ограничение спроса. Но в 1997 г. ключевой стала задача стимулирования спроса, рост которого является условием перехода от депрессии к оживлению. В связи с этим необходимо выявить спросовые факторы, способные “вытянуть” экономику на начальном этапе, до включения механизмов саморазвития³. Анализ динамики спросовых показателей может дать ответ на вопрос, сможет ли российская экономика выйти на траекторию быстрого роста с ин-

³ Речь идет о росте ВВП на 2–3% в год. Желательный крупномасштабный рост с бумом производственных инвестиций возможен лишь при более глубоких преобразованиях.

Т а б л и ц а 2

Темпы прироста компонентов совокупного спроса (в %)

Показатели	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1997 г. структура
Валовой внутренний продукт (использованный)	-4,6	-14,6	-7,6	-11,7	-4,5	-5,0	0,9	100,0
Расходы на конечное потребление	-6,1	-5,2	-1,0	-3,1	-2,7	-2,1	1,8	74,7
Домашние хозяйства	-4,6	-3,0	1,2	1,2	-2,8	-3,1	2,4	50,9
Государственные учреждения	-11,3	-11,8	-6,4	-2,9	1,1	0,2	0,5	21,6
Некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства	34,5	-1,0	0,2	-35,9	-30,5	0,0	-0,3	2,2
Валовое накопление	-2,3	-36,9	-29,4	-31,2	-10,8	-17,7	0,6	22,6
Валовое накопление основного капитала	15,5	-41,5	-25,8	-26,0	-7,5	-19,0	-2,2	20,0
Изменение запасов материальных оборотных средств	264,1	-29,2	-37,4	-47,1	-30,4	-5,2	27,6	2,6
Чистый экспорт товаров и услуг	171,4	717,1	23,2	-13,0	3,2	21,5	-13,5	2,7

Источник: по данным Госкомстата РФ.

вестиционным подъемом и восстановить свой экономический потенциал, но уже на базе рыночных стимулов и роста эффективности.

Остановимся вначале на конечном потреблении, которое составляет около 75% совокупного спроса (см. табл. 2). Общее падение ВВП на 38,2% за 1992–1996 гг. происходило при значительно меньшем сокращении *личного потребления*. Российская статистика измеряет уровень потребления в стране прежде всего величиной реального объема розничного товарооборота. Нижняя точка падения этого показателя отмечена в 1996 г. – примерно 85% от уровня 1990 г. Существенная разница в падении ВВП и личного потребления типична для стран, переходящих от плана к рынку, она обусловлена сокращением долей накопления и государственного потребления.

Сразу же после либерализации – и не последнюю роль здесь сыграли “челноки” – резко активизировалась внешняя торговля. Первоначальный импульс потребительских предпочтений стимулировал рост импорта потребительских товаров. Поэтому, хотя общее внутреннее производство потребительских товаров сократилось минимум наполовину, оно было замещено импортом (см. рис. 2). Переориентация потребления на импорт усугубила кризис в отраслях, производящих потребительские товары, но частично демпфировала социальные проблемы, увеличив занятость в торговле и обеспечив определенную стабильность физического объема потребления, хотя и за счет низкокачественных товаров и при резком росте социального неравенства.

Воздействие увеличения реальных доходов на 3,5% на поведение потребителей в 1997 г. было естественным – при низкой норме сбережений население превращает прирост доходов в товарный спрос. С середи-

ны 1997 г. наметился заметный рост покупок непродовольственных товаров. Увеличение в 1997 г. розничного товарооборота на 2,5% и ожидаемый такой же рост в 1998 г. позволяют считать, что нижний пик кризиса действительно позади. Степень влияния роста личного потребления на выход из кризиса будет определяться характером конкуренции национальных и импортных товаров, скоростью прихода иностранных инвестиций в соответствующие отрасли, курсом рубля, вообще способностью наших предприятий создать быстрый “эффект предложения”.

Помимо того динамика потребления в значительной степени будет определяться социальной дифференциацией: небольшое сокращение последней в 1996–1997 г. не меняет ситуацию в отношении воздействия спроса населения на макропроцессы. Основные доходные группы населения ведут себя различным образом в области потребления с точки зрения перехода к росту. Как показал опыт 1997 г., низко- и среднедоходные группы используют основную часть прироста дохода для восстановления потребления, при этом рост потребления частично происходит за счет падения сбережений. Состоятельная часть населения (частично под влиянием финансового кризиса) использовала рост доходов 1997 г. не только для наращивания потребления, но для еще большего увеличения объемов покупки валюты при одновременном сокращении организованных сбережений.

Дальнейший рост доходов и потребления низко- и среднедоходных групп очень важен в аспекте социальной стабильности, хотя возможности повышения доходов этой части населения довольно ограничены. В условиях трудностей финансирования социальных программ и необходимости фискального оздоровления трудно ожидать роста доходов “бюджетников” или малообеспеченных слоев населения – в лучшем варианте упорядочения выплат заработной платы. В любом случае, пока рост доходов данных групп приводит к увеличению потребительского спроса, а не сбережений. А с точки зрения роста накопления экономика нуждается не столько в увеличении потребления среднедоходных групп, которые предъявляют основной спрос на потребительские товары, сколько в росте их связанных сбережений. Желательное (для финансовых рынков) повышение нормы сбережений населения означает в первую очередь определенное самоограничение потребления со стороны состоятельных (сберегающих) слоев общества и относительное сжатие совокупного потребительского спроса. Увеличение доходов низко- и среднедоходных слоев населения (в том числе адресная поддержка малообеспеченных и социально уязвимых групп) может повысить спрос на относительно дешевые национальные товары. Вытеснение импорта (в том числе продукцией иностранных фирм, но производимой в России) потенциально может стать важным фактором роста внутреннего производства в среднесрочном плане.

Государственное потребление в рыночных экономиках обычно играет антициклическую, стабилизирующую роль. В 90-х годах эта функция в общем выполнялась российским государством, однако бюджетный кризис заставляет изменить эту политику именно на пороге выхода из депрессии. В условиях низкой собираемости налогов и ограничения расходов федерального бюджета, растущей дефицитности област-

ных бюджетов государственное потребление будет, по-видимому, стагнировать и не сможет придать дополнительные стимулы процессу оживления. Разрешение бюджетного кризиса путем сокращения расходов окажет краткосрочное отрицательное воздействие на совокупный спрос, которое с течением времени компенсируется удешевлением кредита.

Перспективы значительного увеличения *инвестиционного спроса* пока также не слишком благоприятны. В развитых странах импульс к выходу из кризиса часто дает жилищное строительство, объемы которого могут начать расти при низких ставках процента. Другим источником инвестиционного спроса в конце кризиса могут служить государственные непроизводственные инвестиции (местных органов власти), обеспечиваемые за счет заемных средств. Однако в 1996–1997 гг. они фактически снизились на одну треть (см. рис. 3). Под воздействием бюджетного кризиса (на всех уровнях) особенно резко сократилось жилищное строительство (с 41 млн. кв.м в 1995 г. до 32,6 млн. кв.м в 1997 г.). Падение объема государственного (федерального) строительства было частично компенсировано его ростом в частном секторе. Но при этом на 30% упали объемы строительства жилья в смешанном (частично субсидированном) и муниципальном секторах.

С точки зрения влияния на совокупный инвестиционный спрос сокращение инвестиций в жилищное строительство перевешивает первые признаки стабилизации инвестиций в 1997 г. в производственной сфере. Несколько более устойчивыми в последние годы были вложения в иные непроизводственные объекты, что было, видимо, связано с попытками регионов и городов поддерживать инфраструктурные проекты (а также финансовую сферу и сферу услуг). Однако трудно ожидать серьезного бума в этой сфере до начала общего подъема. Потребности большинства отраслей и регионов в радикальном обновлении основных социальных фондов будут зависеть от ограниченных государственных ресурсов за исключением явно прибыльных проектов.

Динамика реальных инвестиций и инвестиционных ресурсов*
(1990 г. = 100%)



* Реальные кредиты и прибыли получены путем дефлирования номинальных значений на индекс потребительских цен.

В рыночной экономике *производственные инвестиции* обычно несколько запаздывают при выходе из кризиса. Согласно самой логике принятия решений в корпорациях, производственные инвестиции реагируют лишь на повышающийся спрос – бум обычно приходится уже на более поздние стадии экономического роста. При этом, если общий рост производства возможен и при высоком реальном проценте, то инвестиционный бум в этом случае, конечно, нереален. Долгосрочная норма прибыльности (определяемая в момент принятия решений) для любого проекта, базирующегося на кредите, должна существенно превышать ставку реального процента.

В России инвестиционный бум является своего рода официальной мечтой, поскольку с ним связывают надежды на возрождение национального машиностроения. Правда, судя по динамике импорта машин и оборудования в предыдущие годы, *быстрый* экономический подъем, скорее всего, приведет к массовым закупкам импортной техники. Поэтому есть опасность, что еще большие потери национального рынка машиностроения будут иметь место не в годы кризиса, а, что особенно обидно, в годы подъема.

В российской экономике фактически действует несколько инвестиционных режимов. Инвестиционные планы и возможности экспортных отраслей зависят от колебаний мировых цен. Отрасли, накопившие значительный научно-технический потенциал, особенно в оборонной промышленности и науке, потеряли огромный государственный рынок и в большой мере зависят от условий доступа на внешние рынки и “остатков” государственного заказа. Наконец, общее машиностроение и потребительские отрасли конкурируют (преимущественно) за российский рынок в условиях открытой экономики и тем самым подчиняются всем законам ценовой и неценовой конкуренции. При сжатии тяжелых и наукоемких отраслей промышленности есть признаки того, что вслед за потребительским спросом начнут подтягиваться инвестиции в потребительские отрасли (при участии иностранного капитала): Россия отчасти начинает повторять классический путь накопления от потребительских отраслей к отраслям более высокой степени обработки.

Экономический рост, как показал мировой опыт 70–90-х годов, в большой мере зависит от текущих инвестиций, а не от накопленного основного капитала. Отрицательная *чистая норма накопления* имеет место в целом в экономике России с 1995 г., а в производственном секторе – с 1993 г. Между тем потенциальная потребность в обновлении материальных активов практически во всех отраслях колоссальна и связана с прогрессирующим старением основных фондов. Производство на таком оборудовании продукции, конкурентоспособной на мировом рынке, становится практически нереальным. По оценке, в 1997 г. удельный вес оборудования в возрасте до 5 лет, то есть введенного за период реформ, составил 8,4% от общего его объема. Есть основания полагать, что в производстве во все большей степени используется именно это оборудование, часто в комбинации со старым, особенно при “облагораживании” продукции при экспорте.

Тот факт, что доля собственных средств предприятий – прибыли и амортизационных отчислений – в финансировании инвестиций

выросла с 49% в 1995 г. до 61,5% в 1997 г., не может считаться благоприятным, поскольку реальные прибыли в последние два года сократились (см. рис. 3). Что касается амортизации, то она фактически примерно наполовину используется для пополнения оборотных средств и не влияет на инвестиционный процесс. При кризисе платежей финансирование инвестиций из собственной “легальной” прибыли весьма затруднено, поскольку осуществлять капиталовложения может только “отличник”, который заплатил налоги, заплатил всем кредиторам и после этого еще и инвестирует вместо того чтобы “спать спокойно”.

В настоящее время основными источниками инвестиций являются собственные средства предприятий (в первую очередь имеющих устойчивый доход, в частности, от экспорта). Учитывая, что доходы от экспорта концентрируются главным образом в энергетическом секторе и в ряде других отраслей, таких, как металлургия и химическая промышленность, потенциальные источники инвестиций находятся именно там. Пока их хватает в основном для некоторого обновления промышленно-производственных фондов на предприятиях этих отраслей, сконцентрированных в нескольких регионах страны. В последние годы они по большей части использовались на покупку предприятий и создание новых видов бизнеса, а не на реальные вложения.

При оценке возможностей инвестиционного подъема критическим является вопрос об источниках финансирования накопления на убыточных предприятиях, часто находящихся под угрозой безакцептного списания доходов со счетов. Существуют различные подходы к решению проблемы неплатежеспособности, но инвестиционный бум в промышленности, в которой половина предприятий официально убыточна – это проблема хотя и производная, но тем более трудноразрешимая. Без создания сегмента финансовых институтов, способных привлечь средства населения, сохранить их и превратить в долгосрочные финансовые ресурсы, основным источником капиталовложений станет иностранный капитал.

Заканчивая обзор спросовых факторов, отметим, что в 1997 г. впервые с начала спада наблюдался рост *запасов*. Однако последний хотя и является в данном случае индикатором улучшения экономической ситуации, сам по себе не может создавать значительный дополнительный спрос сколько-нибудь длительное время. Наконец, в 1997 г. было отмечено существенное сокращение *чистого экспорта*, которое отражает изменение соотношения темпов роста экспорта и импорта и указывает на исчерпание экспорта как движущей силы совокупного спроса. Падение цен на нефть и другие экспортные товары означает как сужение источников накопления, так и исчерпание возможностей экспорта как движущей силы выхода из кризиса.

В этих условиях одной из важнейших задач макроэкономической политики становится поиск компромисса между поддержанием положительной динамики внутреннего спроса и дальнейшим сдерживанием инфляции. Видимо, можно рассчитывать на некоторое увеличение потребительского спроса как на фактор выхода из депрессии, но остальные спросовые факторы играют сдерживающую или нейтральную роль.

Стоимость капитала: проблема финансирования роста

Экономическое развитие стран с переходной экономикой и развивающихся стран ограничено несформированностью рыночного механизма и узостью капитальной базы. Страны со зрелой рыночной экономикой могут продолжать развитие за счет накопленного капитала при самых различных нормах внутреннего накопления, но развивающиеся страны не могут позволить себе такой “роскоши” – высокая внутренняя норма сбережений и накопления является необходимым условием экономического роста.

После мирового финансового кризиса 1997–1998 гг. вряд ли остались сторонники финансирования подъема за счет привлечения внешних краткосрочных капиталов. Финансирование роста в России в обозримом будущем будет зависеть от состояния внутренних сбережений и прямых иностранных инвестиций. Высокая норма национальных сбережений призвана обеспечивать предложение и относительно низкую стоимость кредита для реального сектора не в одном отдельном году, а в течение достаточно длительного периода времени. Приемлемым уровнем национальной нормы сбережений может считаться величина порядка 20–25%, причем доля сбережений в доходах населения должна находиться в тех же пределах. Этого должно хватить для инвестиционного бума в промышленности и вложений в инфраструктуру, заимствований государства (на всех уровнях) и обслуживания и погашения старых внешних долгов.

В настоящее время одним из основных препятствий к восстановлению роста в России многие аналитики справедливо считают бюджетный кризис и использование значительной части внутренних сбережений и иностранного портфельного капитала для покрытия дефицита государственного бюджета. Ситуация последних трех–четырёх лет описывается большинством специалистов так: жесткая денежная политика и подавление инфляции при сохраняющемся большом дефиците бюджета и постепенном “выгребании” сбережений на обслуживание государственного долга. Переход на внешние заимствования в 1997 г. для понижения стоимости обслуживания долга пришелся на период конца подъема мировой экономики и начала финансовых потрясений на финансовых рынках развивающихся стран. Он сработал лишь на очень узком временном отрезке, создав неизбежные проблемы нестабильности финансирования.

Параметры бюджетного дефицита в России не являются столь уж катастрофичными сами по себе – есть много стран, которые в принципе существовали какое-то время с бюджетными дефицитами порядка 5–7% ВВП. Разумеется, этот дефицит велик с точки зрения “моды 90-х”. Но он велик прежде всего для страны, находящейся в продолжающемся семь лет кризисе при 40-процентном сокращении ВВП и при все еще значительных государственных расходах. Еще один важный аспект проблемы – слабость частной финансовой системы, которая не может связать на длительный срок внутренние сбережения, поднять их общий уровень.

На наш взгляд, разрешение бюджетного кризиса хотя и является ключевым приоритетом на данном этапе, но не ликвидирует все препятствия к росту со стороны предложения капитала. Решение проблемы

бюджетного дефицита – необходимое, но не достаточное условие устойчивого роста в будущем: требуется увеличение предложения внутренних сбережений, то есть рост сбережений населения и прибыли предприятий (при целевом использовании амортизационных отчислений).

Дефицит бюджета стал своего рода критическим звеном, которое необходимо разорвать для выхода из порочного круга (низкая собираемость налогов – заимствования на рынке для покрытия дефицита – высокий реальный процент – уход от налогов), порожденного процессами на макро- и микроуровне. Бюджетный кризис обострился уже после достижения определенных успехов в макростабилизации. В 1995 г. дефицит федерального бюджета сократился до 5,3% ВВП, но вновь вырос до 7,9% в 1996 г. (см. табл. 3). Задержка с переходом к экономическому росту в 1996 г. усугубила положение с доходами бюджета, а ожидания роста оттянули принятие тех “хирургических” мер по расходам, на которые, судя по всему, приходится идти в 1998 г.

Т а б л и ц а 3

Показатели исполнения федерального бюджета в 1992–1997 гг.
(по определению МВФ, млрд. руб.)

	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Расходы	11,2	490,1	137,4	283,2	474,3	485,2
в том числе наличные					376,2	426,3
Доходы	2,8	22,3	72,5	196,5	296,3	311,0
в том числе наличные					198,2	252,1
Дефицит	8,5	26,8	64,9	86,7	178,0	174,2
	<i>Структура финансирования дефицита (%)</i>					
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Внешнее	28,4	12,1	0,3	-3,6	7,3	27,2
Связанные кредиты	<i>н.д.</i>	13,7	7,4	9,7	5,0	7,8
Несвязанные кредиты	<i>н.д.</i>	3,0	0,9	3,1	7,4	10,2
Еврооблигации	<i>н.д.</i>	0,0	0,0	0,0	3,1	15,1
Платежи по основному долгу	<i>н.д.</i>	-4,5	-8,1	-16,4	-8,2	-5,9
Внутреннее	71,6	87,9	99,7	103,6	92,7	72,8
Центральный банк	64,5	79,9	92,4	27,7	27,0	17,5
Прямые кредиты	61,8	75,5	80,3	0,0	0,0	0,0
Покупка ценных бумаг + уменьшение ЧМР	2,6	4,4	12,1	27,7	27,0	17,5
ГКО–ОФЗ	0,0	0,6	11,0	53,0	60,1	52,6
Прочее	7,1	7,4	-3,7	23,0	5,6	2,7

Источник: Министерство финансов РФ.

Снижение дефицита федерального бюджета оказалось недостаточным, и рост отношения накопленного внутреннего долга к ВВП продолжился. Большинство стран могут позволить себе определенный уровень долга – критической величиной считается 50% ВВП, к которой мы уже подошли вплотную. Но быстрый рост абсолютного и относительного размера обслуживания государственного долга определяется не величиной бюджетного дефицита самой по себе, а высоким уровнем ставки процента, которая обусловлена совокупным спросом и предложением кредитно-денежных ресурсов. Аналогичный объем накоп-

ленного долга и текущего дефицита бюджета при ставках процента порядка 20%, инфляции на уровне 10% и удлинении срока погашения государственных бумаг не вызвал бы таких потрясений. Поэтому следует не только стремиться к сокращению текущего бюджетного дефицита в рамках антикризисных мер, но и немедленно осуществлять системные меры и структурные реформы, направленные на рост внутренней нормы сбережений и создание адекватной инфраструктуры рынка. Частичная конверсия ГКО, предпринятая в июле, в случае удачи станет первым шагом в этом направлении.

Бюджетный кризис в 1996–1998 гг. привел к осознанию необходимости перехода от чисто макроэкономических к глубинным структурным реформам. Реформы в социальной области (особенно пенсионная), реформирование и частичное реструктурирование отраслей естественных монополий, угольной промышленности важны сами по себе. В то же время надо признать, что бюджетные проблемы фактически навязали необходимость структурных реформ, которые были подкреплены в ряде случаев соответствующими займами Всемирного банка.

Огромную роль играют способы покрытия бюджетного дефицита и взаимодействие фискальной и денежно-кредитной политики. С 1995 г. было прекращено прямое финансирование дефицита, хотя участие ЦБ в косвенном финансировании оставалось весьма значительным (см. табл. 3). Следующим этапом стало широкое применение ГКО–ОФЗ со скрытым участием иностранного капитала. В 1997 г. нерезиденты были допущены на рынок. Их доля составила до 30% объема рынка госбумаг. Кроме того, с прошлого года большую роль в финансировании дефицита стали играть еврооблигации.

Параллельно с развитием финансовых инструментов бюджетные расходы и доходы все в большей степени реализовывались посредством денежных суррогатов, освобождений и зачетов. Вокруг бюджета сформировалась, можно сказать, своего рода отрасль финансовых посредников, которые (особенно банки) благодаря гарантиям Минфина получали огромные доходы в силу неэффективности бюджетного процесса. Ликвидация этой синекуры сэкономит значительные средства бюджета и исключит нецелевое использование средств.

Однако бюджетная экономия сама по себе не увеличивает конечный спрос, а в краткосрочном плане даже ограничивает его. Уменьшение объема кредитных ресурсов, “выгребаемых” государством для финансирования дефицита, еще не является гарантией того, что предложение финансовых ресурсов будет достаточным для понижения реального процента и оживления накопления. В рыночной экономике процесс выхода из кризиса в большой степени определяется понижением цены заемного капитала, тем самым – повышением сравнительной выгодности вложений в реальные активы. В переходных экономиках со огромными макроэкономическими дисбалансами и слабыми банковскими системами на эту картину накладывается воздействие иных, зачастую более значимых тенденций, которые могут изменить всю картину выхода из кризиса.

Ключевым в этой ситуации является поведение *процентных ставок*. Макростабилизация решает в первую очередь проблему подавления инфляции. При этом неизбежно возникает период, в котором цены растут

уже медленно, а номинальные ставки еще высоки. Постепенное снижение номинальных ставок происходит за счет роста внутренних сбережений и притока капитала из-за рубежа. Успех макростабилизации недостаточен – это не конечная цель, а промежуточная; ее надо закрепить балансированием бюджета и структурными реформами. Реализация этих общих принципов на практике варьируется от страны к стране, но в любом случае ее ключевым моментом остается снижение реальной стоимости заимствования.

В течение 1997 г. правительству и денежным властям удавалось последовательно снижать доходность государственных ценных бумаг, хотя дефицит бюджета оставался достаточно большим: исчисленный по методологии МВФ дефицит федерального бюджета в 1997 г. составил 6,5% ВВП (7,5%, включая дефицит местных органов власти – см. табл. 4). В этих условиях снижению доходности государственных ценных бумаг в значительной степени способствовал массивный приток иностранного капитала, наблюдавшийся в середине года: обновление состава правительства в марте 1997 г. оказало позитивное влияние на настроения иностранных инвесторов. В результате доходность ГКО снизилась с 32,8% в январе до 18–19% в июле–августе 1997 г. Снижение уровня ставок процента по ГКО со 195 до 19% всего за год следовало бы отметить как своего рода рекорд ЦБР и правительства

Т а б л и ц а 4

Индикаторы сбережений и реальный процент (в % к ВВП)

Показатели	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
<i>Предложение сбережений</i>							
1а. Сбережения населения, ГКС	18,2	7,1	11,0	15,7	13,2	14,9	15,3
1б. Сбережения населения, БЭА	18,2	7,1	8,8	8,0	4,9	4,6	5,1
2. Налоги, выплаченные населением		2,3	2,6	2,9	2,2	2,6	2,9
3. Расчетные налоги, невыплаченные населением*					3,8	3,3	3,9
4. Валовая прибыль 4 отраслей**	18,9	23,9	20,0	11,7	11,5	4,7	4,1
<i>Спрос на сбережения (% ВВП)</i>							
1а. “Чистые ошибки и пропуски” в платежном балансе, ЦБР	<i>н.д</i>	<i>н.д</i>	<i>н.д</i>	0,1	2,3	1,9	1,6
1б. “Чистые ошибки и пропуски” в платежном балансе, БЭА	<i>н.д</i>	<i>н.д</i>	<i>н.д</i>	0,4	2,0	2,7	2,9
2а. Федеральный дефицит (МВФ)	–	44,2	15,6	10,6	5,3	7,9	6,5
2б. Дефицит консолидированного бюджета (МВФ)	–	40,3	15,1	9,7	6,0	8,9	7,5
<i>Цены и ссудный процент</i>							
1. Темп прироста цен	160,4	2508,8	839,9	215,1	131,3	21,8	11,0
2. Ставка процента по кредитам	22,4	202,8	824,0	297,3	224,9	66,9	35,3
3. Реальный процент (2–1)***	-138,0	-2306,0	-15,9	82,2	93,6	45,1	24,3

* Оценка БЭА.

** Валовая прибыль до уплаты налогов за вычетом убытков убыточных предприятий в промышленности, сельском хозяйстве, транспорте и строительстве.

*** Упрощенный подход: ставка по кредитам минус темп прироста цен.

Источник: оценка БЭА на основании данных Госкомстата РФ, ЦБР и Министерства финансов РФ.

РФ. К сожалению, это успех закрепить не удалось. В июле 1998 г. ставки по ГКО взлетели до уровня в 120%. Иными словами, все приходится начинать сначала. Угроза быстрого возрастания веса обслуживания внутреннего долга в бюджете страны требует резкого сокращения расходов бюджета. В конце июля правительство пошло на радикальные инновационные меры на рынке государственных бумаг, их долгосрочные последствия предстоит проанализировать и оценить.

При обсуждении путей снижения дефицита государственного бюджета и процентных ставок почему-то остается в тени проблема общего уровня сбережений, то есть *предложения капитала*. Состояние финансовых потоков между секторами в российской экономике еще слабо изучено, сама статистика находится в процессе разработки, а без нее эффективный анализ и прогнозирование крайне затруднены. Обычно в рамках системы потоков капитала государство и бизнес являются чистыми заемщиками у финансового сектора, а население – чистым кредитором всех других секторов. Поэтому сбережения населения имеют решающее значение для формирования совокупного предложения денежного капитала. Соответственно иностранные инвесторы играют роль источника капитала для стран с низкими сбережениями.

Во всех странах с переходной экономикой наблюдалось падение нормы сбережений населения, что отражало переход от принудительных сбережений эпохи планового хозяйства и товарного дефицита к самостоятельным сберегательным решениям домохозяйств. Но в России слабость институционально-правовой базы оказалась роковой для процесса сбережений и накопления. Дополнительными факторами сокращения нормы сбережений населения стали недоверие населения к финансовым структурам в результате краха финансовых “пирамид” и слабый контроль над банками на ранних этапах реформы, потеря личных сбережений в период высокой инфляции. И хотя публикуемая Госкомстатом норма сбережений остается в 1995–1997 гг. в пределах 22–25%, очистка показателя от повторного счета дает катастрофически низкую норму сбережений: 9–10% в 1995–1996 гг. и ее падение до 8,3% в 1997 г.⁴ (см. рис. 4). Это обусловлено неспособностью как государства, так и частного сектора создать систему сбережений, достаточно надежную и привлекательную для населения.

Небольшой рост доходов и потребления в 1997 г. не нарушил тенденцию последних лет к сокращению скорректированной нормы сбережений. Несмотря на социальные различия, все российское население до сих пор пыталось (каждая социальная группа по своим причинам) в первую очередь поддерживать потребление, а не сбережения. Стабилизация инфляции и высокий процент не создали должных стимулов для связывания сбережений.

Доллар был в основном вытеснен из розничного товарооборота, но остался предпочтительным средством платежа и сбережения, которое обеспечивает сохранность и ликвидность семейных ресурсов. Слабость таких важных сегментов частной финансовой системы, как накопитель-

⁴ Методика расчетов разработана С. Николаенко; см.: Обзор российской экономики, РЕЦЭП, 1997, № 3.

Доля сбережений в личном доходе

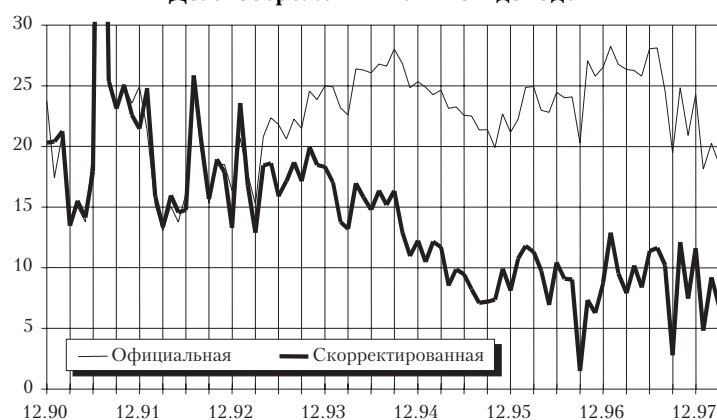


Рис. 4

ные пенсионные и страховые фонды, оставляет за долларом тезаврационные, страховочные и иные функции. Необходимо констатировать в высшей степени рациональное поведение российского населения в отношении сбережений. Объектом экономической политики государства в этом случае является весьма образованное по сравнению с большинством даже развитых стран мира население, которое грамотно решает проблему оптимизации своего личного портфеля ликвидных активов по риску и доходности в неблагоприятных условиях. Поэтому не оправдались иллюзии, что неорганизованные долларовые сбережения населения – это резервный источник финансирования накопления.

На фоне острой дефицитности бюджета и небольшого объема личных сбережений критически важна ситуация с финансовыми ресурсами собственно производственного сектора. Здесь на протяжении последних лет имеют место кризис платежей и быстрый рост доли убыточных предприятий. Лишь экспортные отрасли и связанные с ними банки располагают сколько-нибудь значительными финансовыми ресурсами, но низкая эффективность финансовых рынков ограничивает перелив капитала в те отрасли, где они бы дали большой экономический эффект. Например, для того чтобы инвестировать “нефтяные деньги” в пищевую промышленность, почти невозможно предоставить кредит на несколько лет через финансовые институты – необходимо купить контрольный пакет акций предприятия для снижения риска. А свободные капиталы, которые не были вложены напрямую в приобретенные компании, не стали элементом предложения на финансовых рынках, а были размещены в государственные бумаги. Кроме того, число убыточных (то есть с отрицательными чистыми сбережениями) предприятий почти сравнялось с числом прибыльных. Сильно затруднена оценка валовых сбережений: как уже отмечалось, предприятия используют амортизационные отчисления на 40–50% для пополнения оборотного капитала, тогда как статистика ВВП показывает весь объем начисленной амортизации как национальные сбережения.

Масштабы неплатежей между предприятиями, развитие бартера и неуплата налогов накапливались с зимы 1992 г. Косвенно масштабы явления отражают, видимо, неадекватную систему контроля со стороны

собственников, смещенные цели директоров предприятий. Другой аспект данной проблемы связан с тяжелым налоговым климатом, который косвенно признается государством путем регулярных попыток сократить задолженность и открыть “новую страницу” в отношениях предприятий с бюджетом. Сумма недоимки только федерального бюджета на 1 мая 1998 г. составила 120 млрд. руб., а с пенями и штрафами – 355 млрд. руб. Эта величина почти равна М2 или полутора объемам налогов, уплаченных предприятиями в бюджет в 1997 г. При фактической скорости взимания недоимки ее можно получить примерно за 5 лет.

Сложилась сложная многоплановая модель ухода от налогов: сокрытие платежей на “боковых счетах” (в том числе за границей), бартер и т.п. Государство традиционно борется с этим злом путем безакцептного списания со счетов штрафов и пеней – достаточно жесткая санкция за налоговые грехи. Противоборство “укрытие доходов или их демонетизация против безакцептного списания” заканчивается в последние годы твердой ничьей в смысле решения конкретной проблемы при явном проигрыше бюджета и экономики в целом.

Выбор решений здесь невелик – налоговая амнистия создала бы надежду для безответственных менеджеров, что и впредь можно будет уходить от налогов. Многие собственники и директора предприятий не теряют надежды на списание старых невыплаченных долгов бюджету и пеней. Возможным решением этой проблемы могло бы стать снижение размера пеней, начисленных в период высокой инфляции, реструктурирование долгов и переход от “карающей” концепции пеней и штрафов к концепции вывода основной массы предприятий из общего кризиса неплатежей – одной из важных причин стагнации. В любом случае откладывать решение этой проблемы более невозможно – трудно представить себе экономический рост и бум инвестиций с расплатой бартером, через оффшор или “боковые” схемы.

Ситуация осложняется тем, что по мере формирования финансовых рынков предприятия начали активно заимствовать (в том числе за рубежом). Во второй половине 1997 г. общий внутренний долг негосударственных предприятий вновь превысил суммарный долг расширенного правительства. Тем самым возникает опасность, что даже при ограничении федерального долга увеличение заимствований областей, городов и частных предприятий создаст тяжелую внутреннюю долговую нагрузку еще до начала подъема. Особенно опасны заимствования для покрытия долгов или текущего дефицита, а не для инвестиционных потребностей.

Бедственное положение многих предприятий и отраслей контрастирует с созданием в 90-е годы целой системы дочерних фирм за рубежом, играющих роль финансовых посредников. Бесспорно существующие, хотя и трудно поддающиеся измерению, “сбежавшие” из страны капиталы представляют собой скрытые прибыли (инвестиционный фонд) предприятий, вложенные за рубежом. Либерализация внешнеэкономических связей позволила многим предприятиям в 1992–1993 гг. до введения действенного экспортного и валютного контроля создать зарубежные дочерние фирмы, системы зарубежных счетов (часто открытых на физических лиц), через которые шли взаимные расчеты в условиях переходного кризиса.

Фактически оффшорная деятельность, неуплата налогов и неплатежи увязаны между собой, но не однозначно, особенно в отраслевом разрезе. Данные платежного баланса свидетельствуют, что увеличение внутренних неплатежей обычно совпадает с ростом вывоза капитала (и наоборот), регистрируемого в статье “чистые ошибки и пропуски” платежного баланса. Анализ показывает, что динамика этого показателя имеет обратную связь с динамикой просроченной кредиторской задолженности. Эта связь носит статистически значимый и устойчивый характер и может быть интерпретирована довольно просто: чем меньше российские предприятия платят внутри страны, тем больше они вывозят капитала (и наоборот).

Можно предположить, что в условиях растущих неплатежей экономическая активность в стране в существенной степени поддерживается за счет оффшорных операций. Предприятия, стремящиеся снизить фактическое налоговое бремя и избежать штрафных санкций, могут, по всей видимости, осуществлять взаимные расчеты через зарубежные банки. Действительно, те минимум 6–7 млрд. долл., ежегодно вывозимых из страны, вполне могут служить для пополнения оборотных средств. Естественно, эта гипотеза, основанная на макроэкономических данных, требует детальной проверки на микроуровне. Но то, что данный механизм сложился в первые годы реформ и в общем эффективно (для участвующих в нем предприятий) функционирует, вряд ли вызывает сомнение.

Если принять гипотезу, что оффшорный оборот носит распространенный характер, тогда значительная часть кассовых остатков многих предприятий, большая часть прибыли (и не только прибыли) находится вне национального контроля, не показана в консолидированных балансах предприятий, не включена в налогооблагаемую базу, не входит в денежную массу, но функционирует как интегральная часть рабочего капитала фирм, денежной массы страны и т.п. Важно, что эти ресурсы принадлежат предприятиям и обслуживают предприятия. Часть этого денежного капитала, видимо, возвращается в страну для инвестирования как иностранный капитал по мере появления для этого соответствующих условий.

Итак, если сколько-нибудь значительный объем национальных ликвидных активов находится вне национальной юрисдикции, эффективность денежно-кредитной и налоговой политики, банковского и валютного контроля оказывается сильно ограниченной. В российской ситуации с ее низкими фактическими сбережениями населения, малыми чистыми (и спорными валовыми) сбережениями предприятий и высоким уровнем государственного заимствования внешний оборот капитала, по нашим оценкам, примерно равен “бегству” капитала из России (по статье “чистые ошибки и пропуски” платежного баланса).

Освещение проблем рынка инвестиционных ресурсов в стране было бы неполным без учета роли *частного финансового сектора* – посредника между сберегающими и занимающими сегментами экономики. Основными проблемами здесь остаются низкая капитализация банковского сектора и неразвитость тех небанковских институтов, которые обеспечивают долгосрочные сбережения. Принципиально важно, чтобы спрос и возможное предложение долгосрочных сбережений увеличивались на базе адекватной инфраструктуры.

Частный финансовый сектор оказывает определенное воздействие на потоки капиталов между секторами в экономике как своей способностью превращать сбережения в инвестируемый капитал, так и инвестированием собственного капитала. Российские финансовые посредники играют пока ограниченную роль в движении потоков капиталов: они не создали инфраструктуру для долгосрочных сбережений, по большей мере обслуживают государственное заимствование.

В этих условиях российский банковский сектор продолжает свое накопление за счет рекордно высокой маржи. Если в Польше и Венгрии разница между стоимостью банковского кредита и ставкой по депозитам составляет порядка 5 процентных пунктов, то в России этот показатель достигает 25 пунктов⁵. Разумеется, такая маржа отражает доходность ГКО, находящихся в портфелях банков, однако общий уровень рисков и ожидаемой доходности при банковском кредитовании оказывается настолько высоким, что еще более сокращает возможности промышленности привлекать кредиты. Для того чтобы получить банковский кредит, предприятие, особенно если оно не входит в “свою” финансовую группу, должно, как правило, переплачивать за риск 4–5 процентных пунктов сверх текущей ставки ГКО.

В ближайшие годы потребуются не только решить проблему бюджетного кризиса, но и обеспечить укрепление и развитие всей частной финансовой системы, рост национальных сбережений (и сокращение их утечки), чтобы расширить доступ предприятий к финансовым ресурсам и понизить реальный процент. В краткосрочном плане меры по снижению дефицита не способствуют ускорению выхода из депрессии, но создают общие предпосылки для экономического роста в будущем. Только путем длительных усилий, в основном с помощью структурных реформ, особенно в области страхования и перехода на накопительную пенсионную систему, можно расширить масштабы накопления долгосрочных сбережений в стране и создать условия для подъема в XXI в.

Российская экономика в настоящее время включена в глобальные мирохозяйственные процессы не только посредством внешней торговли – экспорта сырьевых и импорта потребительских и инвестиционных товаров, – во все большей степени, российская финансовая система становится частью мировой. События 1998 г. наглядно показали, что страны, где не сложилась устойчивая частная финансовая система, где чрезмерно велико политическое влияние на экономическую политику и высока степень концентрации богатства, сталкиваются с трудностями системного характера, проявляющимися даже в условиях экономического роста. Примером являются события в странах Латинской Америки и Юго-Восточной Азии, в первую очередь в Индонезии. Длительный рост ВВП “азиатских тигров” не позволил создать устойчивые социальные системы, при этом и финансово-экономические системы данных стран остаются слабыми. Наряду с внешнеэкономическими дисбалансами это обусловило глубокий экономический кризис, потрясения на финансовых рынках отбросили на несколько лет назад такие страны, как Таиланд, Малайзия и особенно Индонезия.

⁵ Russian Economic Trends, 1998, May 7, chart 4.

Динамика финансовых показателей в России во время финансового кризиса

Показатели	Индекс РТС (01.09.95=100)		Средневзвешенная доходность ГКО, %*		Ставка рефинансирования, %		Валютный курс, руб./долл. США	
<i>Первая волна</i>								
Начало	22.10.97	550,4	24.10.97	18,16	10.11.97	21	22.10.97	5878
Конец	02.12.97	320,4	02.12.97	45,95	11.11.97	28	02.12.97	5921
Изменение**		-41,8%		27,8 п.п.		7,0 п.п.		0,7%
<i>Вторая волна</i>								
Начало	05.01.98	411,61	09.01.98	29,03	01.02.98	28	05.01.98	5,960
Конец	29.01.98	265,93	30.01.98	45,62	02.02.98	42	30.01.98	6,025
Изменение**		-35,4%		16,6 п.п.		14,0 п.п.		1,1%
<i>Третья волна</i>								
Начало	05.05.98	315,2	05.05.98	31,24	18.05.98	30	05.05.98	6,134
Конец	08.07.98	134,81	10.07.98	122,55	27.05.98	150	21.07.98	6,22
Изменение**		-57,2%		91,3 п.п.		120,0 п.п.		1,4%

* Рассчитывается как средняя доходность, взвешенная по срокам до погашения для ГКО или до выплаты купона по ОФЗ, а также по оборотам вторичного рынка.

** Для индекса РТС, средневзвешенной доходности ГКО и валютного курса приведено относительное изменение показателей за указанный период, для ставки рефинансирования – абсолютное изменение.

Стало ясно, что ни длительный рост, ни благоприятное отношение международных финансовых организаций не страхуют от возможного финансового кризиса, обесценивания займов в местной валюте, падения курсов акций компаний, банкротств. Один из главных уроков финансового кризиса в Юго-Восточной Азии состоит в том, что даже быстрорастущая экономика, но с не сформировавшейся, хрупкой финансовой системой, не в состоянии противостоять паническим действиям международных инвесторов. Портфельные инвесторы реагируют на малейшие колебания конъюнктуры и довольно легко по сравнению с прямыми инвесторами перебрасывают средства на другие, по внешней видимости более надежные, хотя и менее прибыльные рынки.

Основной результат финансового кризиса 1997–1998 гг. – уход части капитала с нарождающихся рынков, к числу которых принадлежит и Россия. Хотя уход носит в общем временный характер, возвращение на эти рынки будет сопровождаться повышением “рисковой” составляющей при кредитовании и как результат общим ростом стоимости заимствования. В ближайшие годы западные банки и фонды будут рассматривать страны с нарождающимися рынками, включая Россию, как сферу высоко рискованных вложений. Три волны финансового кризиса оказали тяжелейшее воздействие (см. табл. 5) на российские финансовые рынки и продемонстрировали, что Россия продолжает оставаться страной “рискованного инвестирования”. Во многом имидж страны придется воссоздать заново, от этой новой отметки. Соответственно источники перехода к росту будут связаны со стабильностью государственных финансов, снижением ставок процента, высоким уровнем внутренних сбережений и притока капитала.