

Макроэкономические предпосылки финансового кризиса 1998 г.¹⁾

Струченевский А. А.

В статье анализируются бюджетная и денежно-кредитная политики, проводимые Правительством с 1995 г., а также структура финансовых операций, сложившаяся в экономике России к концу 1997 г. В качестве одной из причин финансового кризиса рассматривается противоречие между стабилизационными целями денежно-кредитной политики и проинфляционной бюджетной политикой. Делаются предположения относительно возможности финансового кризиса в начале 1997 г. Акцентируется внимание на проблеме неплатежей в бюджет и во внебюджетные фонды, а также на проблеме вывоза капитала. Рассматриваются различные сценарии развития событий в случае бегства иностранного капитала.

Существует множество точек зрения относительно причин российского кризиса 1998 г. Многие исследователи сходятся в том, что кризис – событие не одномоментное. Формирование необходимых условий для кризиса происходит в течение длительного периода времени. В экономике накапливаются противоречия, которые разрешаются взрывным образом. Можно предположить, что формирование кризисных условий происходит как на макроуровне, так и на микроуровне. В данной работе проводится анализ некоторых макроэкономических предпосылок финансового кризиса в России, связанных с проведением бюджетной и денежно-кредитной политик.

Статья состоит из четырех частей. В первой части дается характеристика основных направлений денежно-кредитной и бюджетной политик Правительства в 1995–1997 гг. Обсуждаются особенности использования внутреннего долга для финансирования дефицита бюджета в условиях проведения политики финансовой стабилизации. Во второй части рассматривается возможность финансового кризиса в начале 1997 г. Проводится сравнение некоторых макроэкономических показателей для России с соответствующими показателями латиноамериканских стран, подвергнувшихся спекулятивной атаке на валютном рынке. Кроме того, проводится анализ данных, полученных при расчете кризисного индекса, описанного в [1]. В третьей части анализируется структура финансовых потоков, сформировавшаяся в России к концу 1997 г. При анализе используются счета потоков капитала (СПК). Выделяются основные финансовые операции. Обсуждается проблема задолженности Правительству и утечки капитала. В методологической

¹⁾ Взгляды, сформулированные автором в статье, являются его личным мнением.

Струченевский А.А. - магистр экономики, исследователь Бюро экономического анализа.

вставке коротко дается понятие СПК. В четвертой части рассматриваются различные сценарии развития событий в случае оттока иностранного капитала. В соответствии с первым сценарием Правительство проводит жесткую денежно-кредитную политику и стремится поддержать обменный курс на неизменном уровне. По второму сценарию Правительство пытается одновременно и удержать обменный курс, и избежать дефолта по внутреннему долгу.

Основные направления денежно-кредитной и бюджетной политик

Основные направления денежно-кредитной политики, проводимой Правительством России в 1995 - 1997 гг., сформировались в конце 1994 г. - начале 1995 г. Столкнувшись в 1994 г. с огромным бюджетным дефицитом, кризисом на валютном рынке и инфляцией, Правительство провозгласило курс, направленный на финансовую стабилизацию. Главной целью было снижение инфляции. Для достижения этой цели использовались такие рычаги воздействия на экономику как ограничение роста денежной массы и контроль над обменным курсом. Управление денежной массой оказалось возможным после отказа от прямого кредитования Центральным банком Правительства с 1995 г. Таким образом, формально денежно-кредитная политика была независимой от бюджетной политики, хотя реально полная независимость не была достигнута. Об этом свидетельствует высокий удельный вес Центрального банка в структуре держателей портфеля государственных ценных бумаг на протяжении всего периода функционирования рынка ГКО-ОФЗ. В области валютного регулирования официально была провозглашена политика «наклонного коридора». Резких колебаний на валютном рынке удавалось избегать за счет привязки эмиссии к динамике резервных активов.

На уровне экономики объем финансовых ресурсов, которые потенциально могут быть конвертированы в иностранную валюту, равен денежному агрегату М2. Центральный банк может до некоторой степени контролировать объем денежной массы, регулируя наличную денежную массу (денежный агрегат М0). Если при текущем обменном курсе финансовые потоки между резидентами и нерезидентами приводят к снижению резервов, тогда Центральному банку следует изымать деньги из обращения, уменьшать тем самым ликвидность финансовой системы и, соответственно, возможность спекулятивной атаки на валютном рынке.

На рис. 1 представлены динамические ряды, характеризующие прирост наличной денежной массы²⁾ и прирост резервных активов. Как видно из рисунка, существенные различия в динамике наличной денежной массы и резервов возникали в моменты, предшествующие девальвациям в октябре 1994 г. («черный» вторник) и в августе 1998 г. Кроме того, во втором квартале 1996 г. наблюдалась эмиссия, не сопровождавшаяся ростом резервных активов. В этот период макроэкономическая ситуация во многом определялась политической неопределенностью, предшествующей выборам Президента. Действия Центрального банка

²⁾ Прирост наличной денежной массы оценивается в долларах с использованием среднеквартального обменного курса.

были направлены на поддержание ликвидности в финансовой системе. После выборов Банк ужесточил денежную политику, что снизило напряженность на валютном рынке. Эффективность денежно-кредитной политики была продемонстрирована на практике: рост цен составил 22% в 1996 г. и 11% в 1997 г., наблюдалось увеличение реальной денежной массы, монетизация экономики росла.

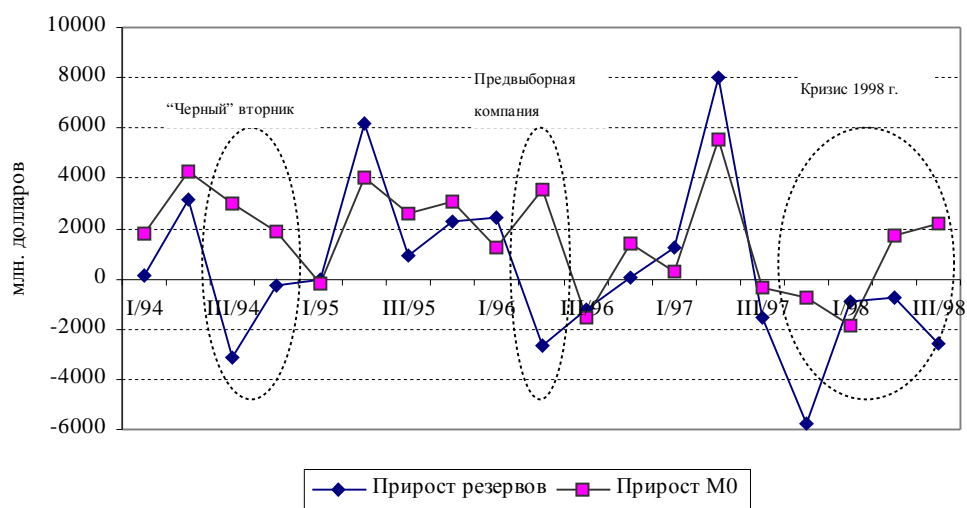


Рис. 1. Источник: Банк России - платежный баланс, эмиссионный результат (рост наличных денег рассчитан по среднеквартальному обменному курсу)

С 1994 г. произошли некоторые изменения и в бюджетной политике (рис. 2). В 1995 г. дефицит консолидированного бюджета (по определению Минфина) резко сократился по сравнению с 1994 г. Однако уже с 1996 г. наметилась тенденция к его росту. В 1997 г. дефицит консолидированного бюджета, отнесенный к ВВП, сравнялся с дефицитом бюджета в 1993 г. Наблюдался также рост первичного дефицита консолидированного бюджета, динамика которого следующая: 1,32% ВВП в 1995 г., 2,26% ВВП в 1996 г., 3,36% ВВП в 1997 г. Таким образом, денежно-кредитная политика, направленная на снижение инфляции, проводилась одновременно с дефицитной бюджетной политикой. Отказавшись от кредитов Центрального банка, Правительство переориентировалось на финансовые рынки как источник финансирования дефицита бюджета.

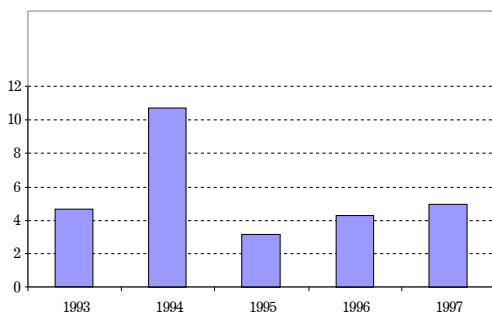


Рис. 2. Дефицит консолидированного бюджета (определение Минфина), в процентах к ВВП. Источник: Госкомстат России

Рассмотрим упрощенную модель внутреннего долга. Пусть внутренний долг оформлен в виде краткосрочных ценных бумаг, с периодом обращения n дней.

Тогда в период времени t (мелкость разбиения равна n дней) государство вынуждено гасить старый внутренний долг V_{t-1} , выплачивать проценты $R_{t-1} \cdot V_{t-1}$ и покрывать первичный дефицит PD_t . Дефицит государства D_t в любой момент времени t равен $D_t = V_{t-1} + R_{t-1} \cdot V_{t-1} + PD_t$. Тогда необходимое привлечение средств за счет размещения ценных бумаг и новый внутренний долг V_t равны дефициту: $V_t = D_t$. Если на финансовых рынках сохраняются высокие процентные ставки и бюджет закрывается с постоянным первичным дефицитом, тогда внутренний долг имеет тенденцию к росту. Именно такая ситуация наблюдалась в России в 1995 - 1996 гг.

В первом приближении денежный агрегат М2 можно рассматривать в качестве оценки рублевых ресурсов агрегированной финансовой системы, которая включает в себя коммерческие банки и Центральный банк. Денежный агрегат М2 представляет собой обязательства агрегированной финансовой системы перед остальной экономикой. Эти средства могут быть вложены в различные виды активов, в т. ч. в государственные ценные бумаги. Проводя денежно-кредитную политику, Правительство задавало объем финансовых ресурсов резидентов, за счет которых удовлетворялась некоторая часть спроса государства на заемные средства.

Следуя политике финансовой стабилизации, Правительство ограничивало рост денежной массы в 1995 - 1997 гг. В то же время высокие процентные ставки и растущий первичный дефицит приводили к росту внутреннего долга. Опережающие темпы роста внутреннего долга по сравнению с ростом денежного агрегата М2 в течение всего периода привели к тому, что отношение объема портфеля ГКО-ОФЗ к денежной массе выросло с близких к нулю значений в конце 1993 г. до 80% в конце 1996 г. (рис. 3, левая шкала). Высокое отношение объема финансового актива (в данном случае государственных ценных бумаг) к М2 являлось сигналом того, что ресурсы кредитора, а именно финансовой системы, были использованы практически полностью. Таким образом, при высоком отношении внутреннего долга, оформленного в виде ценных бумаг, к М2 существовала возможность затруднений на первичном рынке при размещении дополнительных серий, внутренний долг терял ликвидность³⁾.

На рис. 3 представлено отношение расходов на погашение внутреннего долга к доходам федерального бюджета (правая шкала). Как следует из рисунка, расходы на обслуживание внутреннего долга превышали доходы федерального бюджета в третьем квартале 1996 г., на протяжении всего 1997 г. (за исключением четвертого квартала) и в первом полугодии 1998 г. Можно предположить, что в конце 1996 г. государство попало в долговую ловушку и полностью отказаться от рынка государственных ценных бумаг уже не могло.

В конце 1996 г. макроэкономическая обстановка характеризовалась следующими чертами: с одной стороны, внутренние финансовые ресурсы страны не позволяли рассчитывать на существенный рост заимствований на финансовых рынках; с другой стороны, государство не могло самостоятельно расплатиться по внутренней задолженности. Возникла необходимость пересмотра государственной макроэкономической политики.

³⁾ Об опасности использования внутреннего долга для финансирования дефицита бюджета см. в [2].

Один из потенциально возможных вариантов подразумевал реформирование бюджетной политики. В этом случае определяющим фактором бюджетной политики Правительства должно было стать управление внутренним долгом. Прирост внутренних заимствований должен был соответствовать приросту внутренних неинфляционных финансовых ресурсов, каковыми являются счета резидентов. За счет этого можно было поддержать ликвидность рынка государственных ценных бумаг и доходность по ценным бумагам на уровне, соответствующем концу 1996 г. (объем долга по номиналу 80% от М2, доходность около 40%). Необходимым условием эффективности подобной политики должно было быть сокращение первичного дефицита федерального бюджета. Однако изменения в бюджетной политике требовали координированных действий от законодательных и исполнительных властей, что было нереально при раскладе политических сил, существовавшем в 1996 г.

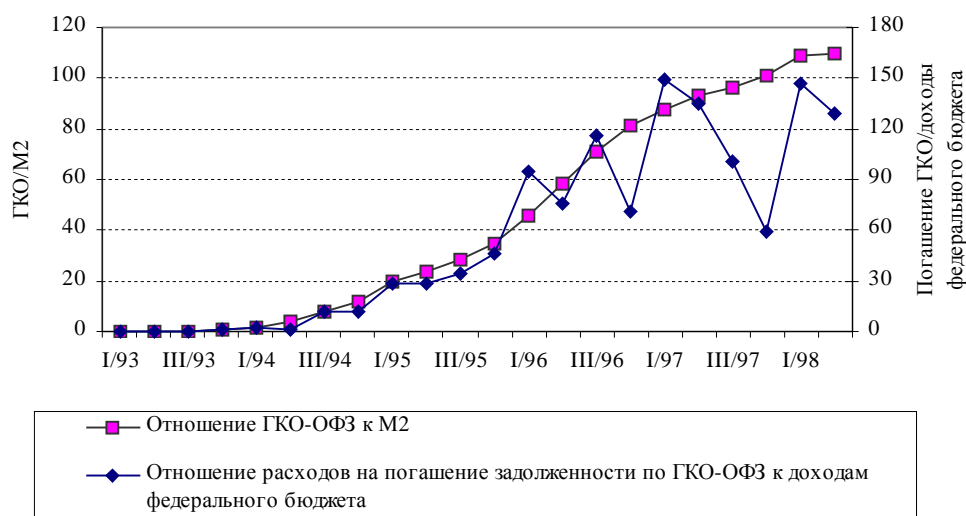


Рис. 3. Среднеквартальные данные, в процентах. Источник: Банк России, Госкомстат России

Другой вариант заключался в поиске дополнительных источников финансирования, например, в привлечении иностранного капитала на рынок ГКО-ОФЗ. На первый взгляд, к концу 1996 г. ситуация в России складывалась благоприятно: после выборов наступила политическая определенность, курс доллара стал прогнозируемым, инфляция существенно снизилась. Высокая доходность при снизившихся валютном и политическом рисках сделала российский финансовый рынок привлекательным для нерезидентов. Значительный приток капитала из-за границы с третьего квартала 1996 г. позволил Правительству перенести на будущее решение проблемы внутреннего долга и продолжить практику заимствований на финансовых рынках с целью финансирования бюджетного дефицита.

Признаки финансового кризиса в начале 1997 г.

Сравним некоторые макроэкономические индикаторы стран, пострадавших в ходе латиноамериканского кризиса в 1995 г., с соответствующими индикаторами для России в начале 1997 г. и 1998 г. В работе [3] авторы провели исследование финансового кризиса 1995 г. Было выявлено, что спекулятивной атаке на валюту подверглись страны, в которых одновременно наблюдалось усиление национальной валюты и происходил бурный рост заимствований. Сдерживающим фактором являлось наличие валютных резервов, обеспечивающих значительную долю денежного агрегата М2. Например, Аргентина, где еще в 1990 г. был введен режим валютного управления (Currency board) и денежная база была жестко привязана к валютным резервам, хотя и столкнулась с кризисом ликвидности банков, смогла, однако, предотвратить девальвацию собственной валюты. В то же время Мексика, резервы которой были незначительны по сравнению с денежным агрегатом М2, не избежала девальвации. В таблице 1 приведены оценки по ряду стран, сделанные авторами в [3], а также аналогичные расчеты для России.

Таблица 1.

Некоторые макроэкономические индикаторы, характеризующие возможность кризиса

Страна	Страны, подвергнувшиеся спекулятивной атаке	Обесценивание доллара в реальном выражении	Рост заимствования	Отношение М2 к валютным резервам
Расчеты приведены из [3]				
Аргентина	Да	-48,0	57,1	3,6
Бразилия	Да	-29,6	68,3	3,6
Чили	Нет	-7,5	13,3	1,4
Колумбия	Нет	9,2	20,5	1,5
Индия	Нет	43,0	-3,1	6,3
Индонезия	Нет	11,8	0,7	4,6
Корея	Нет	-10,3	8,4	6,5
Мексика	Да	-28,5	116,2	9,1
Перу	Нет	-45,4	156,1	1,5
Тайвань	Нет	16,2	46,0	4,7
Венесуэла	Нет	16,2	-38,5	1,4
Расчеты автора				
Россия (на конец 1996 г.)		-73,6	54	3,9
Россия (на конец 1997 г.)		-74,1	89	4,0

Комментарии:

Обесценивание доллара определяется как прирост реального курса доллара (т.е. с учетом инфляции) в течение некоторого промежутка времени (в [3] - средний уровень для 1986-89 гг. по сравнению со средним уровнем 1990-94 гг., для России - по сравнению со средним уровнем за 1993 г.).

Рост заимствования оценивается как прирост доли заимствований в ВВП в течение некоторого промежутка времени (в [3] - изменения между 1990 г. и 1994 г.; для России - прирост среднегодовой доли ГКО в годовом ВВП по сравнению с 1993 г.). Для качественной характеристики роста заимствований на рынке государственных ценных бумаг можно использовать альтернативный индикатор: доля портфеля ГКО-ОФЗ по номиналу в М2. На 01.01.97 это отношение составляло 80%, на 01.01.98 - 99%.

Как видно из расчетов, макроэкономические индикаторы, характеризующие возможность спекулятивной атаки на российском валютном рынке на конец 1996 г., достаточно «плохие»: наблюдалось значительное обесценивание доллара в реальном выражении, а также рост заимствований на рынке государственных ценных бумаг. По показателю, характеризующему обесценивание доллара, Россия в конце 1996 г. находилась на первом месте. Рост заимствований к концу 1996 г. был сравним с соответствующими показателями для Аргентины и Бразилии. Эти два фактора повысили возможность спекулятивной атаки на рубль (точно так же, как и в Аргентине, Бразилии и Мексике). Высокое отношение М2 к валютным резервам характеризовало опасность девальвации в случае спекулятивной атаки. В течение 1997 г. ситуация несколько ухудшилась, что было связано с ростом внутреннего долга. Межстрановые сопоставления позволяют сделать предположение, что уже в конце 1996 г. наблюдались некоторые предпосылки, характеризующие возросшую возможность спекулятивной атаки на валютном рынке.

В работе [1] приводится другая методика оценки возможности кризиса. В этой работе предлагается индекс, характеризующий возможность кризиса в финансовой системе. Для того, чтобы пояснить идею, легшую в основу индекса, воспользуемся так называемой теорией *катастрофической близорукости* (*disaster myopia*) [4]. Предполагается, что в условиях, отличных от привычных, возможна неверная оценка роли факторов, используемых при принятии решений и выборе стратегий. Таким образом, при смене стратегий возрастает возможность ошибок и, следовательно, кризиса.

В соответствии с теоретическими предпосылками, изложенными в [1], следует делать различие между кризисом (например, «черным» вторником или августом 1998 г.) и кризисной ситуацией. Кризисная ситуация возникает тогда, когда экономические агенты теряют привычные для них ориентиры и вынуждены менять стратегии. Предполагается, что кризисная ситуация возникает, когда наблюдаются отклонения от сложившихся трендов основных макроэкономических и финансовых показателей (динамики чистого экспорта, брутто-оборота валютных бирж, денежного агрегата М2 и его структуры, развития рынка ГКО-ОФЗ, процентных ставок и т. д.). Кризис является реакцией экономических агентов на необходимость функционирования в условиях кризисной ситуации. Предлагаемый в [1] индекс позволяет отслеживать кризисную ситуацию и выделять те периоды времени, когда возможность кризиса повышается. Индекс принимает значения от 0 до 100. Чем больше его значения, тем большие отклонения от сложившихся в предыдущий период трендов наблюдались в предшествующие три месяца.

Эмпирический анализ показывает, что непосредственно перед финансовыми кризисами отклонения наблюдались в течение достаточно длительного периода времени. На рис. 4 представлены численные значения этого индекса для периода с середины 1994 г. по середину 1998 г. Видно, что высоким значениям индекса соответствовали следующие события: «черный» вторник в октябре 1994 г.; ревальвация весной-летом 1995 г. и кризис на рынке МБК в августе 1995 г.; период политической неопределенности весной 1996 г., связанный с выборами Президента России; обсуждаемый период в начале 1997 г.; а также финансовый кризис 1998 г.

Из рис. 4 следует, что в начале 1997 г. напряженность на финансовых рынках была значительной. Ситуация нормализовалась к концу второго квартала 1997 г., что было обусловлено притоком портфельных инвестиций из-за рубежа. Приток иностранного капитала позволил Правительству поддерживать приемлемый для инвесторов уровень ликвидности на рынке государственных ценных бумаг, а Центральному банку нарастить валютные резервы.

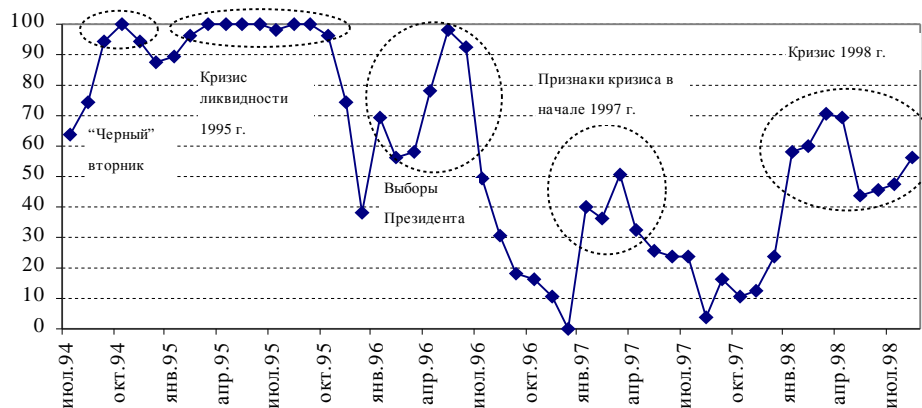


Рис. 4. Краткосрочный индекс, характеризующий возможность кризиса

Комментарии к рис. 4

Финансовый кризис 1998 г. не следует связывать лишь с событиями августа. Борьба с кризисом велась на протяжении всего года. Некоторые этапы этой борьбы можно проследить, например, по динамике ставки рефинансирования. Манипулируя ставкой рефинансирования, Центральный банк отвечал на изменение рыночной конъюнктуры. Резкие скачки ставки рефинансирования являлись индикатором структурных сдвигов в предпочтениях инвесторов (например, переориентации с ГКО на иностранную валюту). В 1998 г. ставка рефинансирования резко возрастала в феврале (02.02 рост с 28% до 42%) и два раза в мае (19.05 рост с 30% до 50%, 27.05 скачек до 150%). Можно предположить, что финансовый рынок потерял стабильность в самом начале 1998 г. и, следовательно, возникла кризисная ситуация, которая и была зафиксирована при расчете количественных значений индекса.

Таким образом, использование двух методик приводит к схожим на качественном уровне результатам: существуют признаки того, что в начале 1997 г. возможность финансового кризиса была высокой. Передышка, полученная Правительством вследствие активизации нерезидентов на внутреннем рынке в 1997 г., не была использована для пересмотра бюджетной политики. В результате, назревший к началу 1997 г. финансовый кризис не был предотвращен, а был лишь отсрочен до того момента, пока нерезиденты не разочаровались в перспективах российского финансового рынка.

Структура финансовых потоков в России

С одной стороны, основные направления денежно-кредитной и бюджетной политики наложили отпечаток на развитие финансовых рынков в стране, например, на рынок государственных ценных бумаг. С другой стороны, структура финансовых операций оказывала влияние на политику Правительства: рост неплатежей в бюджет и внебюджетные фонды приводил к росту дефицита и вынуждал Правительство прибегать к заимствованиям. Некоторые количественные оценки, характеризующие развитие финансовых рынков в тех макроэкономических условиях, которые сложились в 1996 - 1997 гг., можно получить из счетов потоков капитала (СПК)⁴.

Счета потоков капитала интегрируют в одной таблице данные о финансовых инвестициях всех секторов экономики. Используя данные СПК, можно делать выводы относительно того, в какой степени те или иные финансовые инструменты используются на финансовых рынках, а также какие сектора являются чистыми кредиторами или чистыми заемщиками. Анализ структуры финансовых операций, сложившихся в России, позволяет понять специфику проблемы дефицита бюджета, а также обозначить необходимые условия выхода из сложившейся кризисной ситуации.

Методологическая вставка

В системе национальных счетов (СНС) основным источником информации, характеризующим инвестиционную активность в экономике, является финансовый счет. Счета потоков капитала (СПК) представляют собой модификацию финансового счета и методологически однородны с ним. В СПК выделяются финансовые операции отдельных секторов экономики. В основе оценки СПК лежит правило двойного учета. В соответствии с этим правилом финансовые активы одного сектора являются обязательствами другого сектора. Таким образом, достигается равенство сбережений и инвестиций на макроуровне.

В России процесс перехода национальной статистики к требованиям СНС еще не завершен полностью. В частности, финансовый счет находится пока в стадии разработки. Тем не менее, представляется возможным сделать оценки финансового счета и СПК на основе доступной базы данных и с использованием подходов, описанных в [6, 7, 8]. В самом агрегированном виде выделяются следующие сектора экономики: домашние хозяйства, нефинансовые предприятия (или реальный сектор), финансовые учреждения, государственный сектор и остальной мир. Напрямую рассчитываются балансы по финансовым операциям для домашних хозяйств, государственного сектора, финансового сектора и остального мира. Баланс для реального сектора оценивается по остаточному принципу.

Результаты расчетов сведены в единую таблицу, которая и представляет собой СПК (см. Приложение). Финансовые инструменты, задействованные в операциях, представлены в соответствии с международной классификацией в порядке убывания ликвидности. В строке «прочие счета кредиторов и дебиторов» зарегистрированы операции с наименее ликвидными инструментами, главным образом, с торговыми кредитами и просроченной задолженностью. Если в результате операции происходит рост финансового актива, тогда регистрируется рост «использования» сектора. В случае привлечения средств сектором регистрируется рост «ресурсов».

⁴) Подробнее о проблемах построения СПК в России см. в [5].

Для того, чтобы понять структуру финансовых операций, сложившуюся в России к 1998 г., проведем сравнительный анализ счетов потока капитала для 1996 г. и для третьего квартала 1997 г. по скользящему году⁵⁾ (см. Приложение).

Рассмотрим, какими ресурсами обладала отечественная финансовая система в 1996 - 1997 гг. Как это следует из таблиц в Приложении, в 1996 г. привлеченные финансовыми посредниками средства резидентов оценивались в 60 трлн. рублей, а к третьему кварталу 1997 г. - в 57 трлн. рублей. При этом снизились темпы прироста депозитов населения и выросли темпы прироста счетов предприятий. Можно предположить, что снижение среднегодовых процентов по депозитам населения с 55% в 1996 г. до 25% к третьему кварталу уменьшило привлекательность этого финансового инструмента для домашних хозяйств и несколько замедлило темпы прироста безналичных денег.

Повышенный интерес иностранных инвесторов к российскому рынку государственных ценных бумаг стимулировал расширение связей между банками-резидентами и нерезидентами. Прирост иностранных пассивов отечественной банковской системы составил 22 трлн. рублей в 1996 г. и 47 трлн. рублей к третьему кварталу 1997 г. Стратегия российских банков, направленная на столь широкомасштабное привлечение иностранных ресурсов, определила уязвимость финансовой системы в случае оттока иностранного капитала.

Спрос Правительства на заемные средства превышал возможности финансовой системы. Общий объем привлеченных Правительством средств за счет кредитования и размещения ценных бумаг составил в 1996 г. 160 трлн. рублей, а к третьему кварталу 1997 г. по скользящему году - 206 трлн. рублей. Активизация нерезидентов на рынке государственных ценных бумаг привела к существенному участию иностранного капитала в финансировании дефицита российского Правительства: в 1996 г. нерезиденты вложили около 66 трлн. рублей (41% от привлеченных государством средств), а к третьему кварталу 1997 г. - 136 трлн. рублей (66% от привлеченных государством средств).

Одним из факторов, приводящим к росту внутреннего долга, являлся достаточно высокий дефицит бюджета. Снижение дефицита бюджета могло быть связано не только с уменьшением расходной части, но и с ростом доходной части. «Недополученные» бюджетом доходы регистрируются в СПК в строке «другие счета дебиторов и кредиторов». В этой строке приводятся данные Госналогслужбы, Госкомстата России и Банка России относительно роста задолженности всех секторов экономики перед Правительством.

Прирост просроченной задолженности резидентов перед Правительством, зарегистрированный в строке «другие счета дебиторов и кредиторов», составлял в 1996 г. 138 трлн. рублей (или 86% от привлеченных государством средств), а к третьему кварталу 1997 г. по скользящему году - 112 трлн. рублей (или 54% от привлеченных государством средств). Оставшаяся сумма (47 трлн. рублей и

⁵⁾ На момент написания статьи доступная информация позволяла сделать оценку только для первых девяти месяцев 1997 г. Расчеты по скользящему году включают в себя данные на текущий квартал и за предыдущие три квартала. Таким образом, в оценку по скользящему году для третьего квартала 1997 г. входят данные за четвертый квартал 1996 г. и за первые три квартала 1997 г. Это позволяет проводить сравнение с данными за 1996 г., исключать из рассмотрения сезонные факторы и отслеживать изменения в тенденциях.

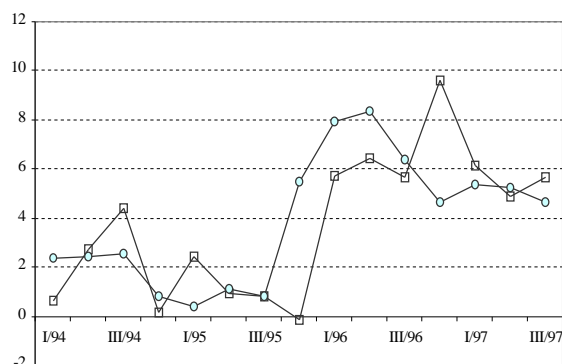
50 трлн. рублей, соответственно, для 1996 г. и для 1997 г.) приходится на просроченную задолженность нерезидентов по кредитам. Низкая собираемость налогов и отчислений во внебюджетные фонды в 1996 г. вынудила Правительство при бегнуть к значительным заимствованиям на финансовых рынках, что, в свою очередь, усугубило проблему обслуживания долга в 1997 г.

Некоторые исследователи [9, 10] указывают на связь между бюджетным дефицитом, завышенным обменным курсом и широкомасштабной утечкой капитала, которая наблюдалась в ряде развивающихся стран. Под утечкой капитала понимается конвертация накоплений резидентов в иностранную валюту с целью ее хранения за пределами страны. Некоторые операции, связанные с утечкой капитала, отражаются в платежном балансе, например, иностранные активы банков, прямые и портфельные инвестиции резидентов за рубеж. В то же время точно оценить масштабы утечки капитала невозможно, и все данные носят приблизительный характер.

Один из распространенных способов определения нелегальной утечки капитала состоит в приравнивании его к той доле платежного баланса, которая никак не может быть объяснена. В российской статистике этой статье соответствует статья платежного баланса «чистые ошибки и пропуски». Действительно, на протяжении всего периода по этой статье устойчиво регистрировался отток капитала. Кроме того, можно использовать следующие показатели платежного баланса, характеризующие отток капитала из страны и связанные с деятельностью нефинансового сектора: «торговые кредиты и авансы предоставленные» и «изменение задолженности по своевременно непоступившей экспортной валютной и рублевой выручке и непогашенным импортным авансам» (в СПК этим операциям соответствует изменение активов нефинансового сектора по статье «другие счета кредиторов и дебиторов»). Таким образом, утечку капитала можно

оценить как сумму перечисленных трех показателей платежного баланса.

На рис. 5 приводится ежеквартальный отток капитала, рассчитанный описанным выше способом, и ежеквартальный прирост задолженности перед Правительством (в бюджет и во внебюджетные фонды)⁶⁾, пересчитанный по среднеквартальному обменному курсу. На рис. 6 приводится накопленный отток капитала и накопленная задолженность перед Правительством (накопление оценивается с первого квартала 1994 г.). Как



—□— Отток капитала, млрд. долларов —○— Задолженность перед правительством, млрд. долларов

Рис. 5. Оценка роста задолженности перед Правительством, оценка оттока капитала (потоки)

⁶⁾ При расчетах задолженности Правительству использовались данные Госналогслужбы относительно неплатежей в бюджет и Госкомстата РФ относительно неплатежей во внебюджетные фонды за рассматриваемый период.

видно из приведенных рисунков, наблюдалась корреляция между ростом задолженности перед Правительством и оттоком капитала⁷⁾.

Таким образом, существуют признаки того, что проблема неплатежей в бюджет и во внебюджетные фонды тесно связана с оттоком капитала. Следует отметить, что Россия является не единственной страной, столкнувшейся с подобной проблемой. Например, многие страны Латинской Америки страдали от утечки капитала. Разрешить проблему бегства капитала из страны можно, если исключить причины, побуждающие резидентов вывозить капитал. В качестве основных факторов, ухудшающих инвестиционный климат в стране, экономическая теория выделяет запутанную систему налогообложения, излишнее налоговое бремя, политическую нестабильность [10]. Этот список можно дополнить низкой налоговой дисциплиной, поощряемой пассивностью Правительства.

Структуру финансовых операций, сложившуюся в экономике России, упрощенно можно описать следующим образом. Правительство кредитует реальный сектор за счет неплатежей в бюджет и во внебюджетные фонды. Реальный сектор кредитует остальной мир за счет торговых кредитов и «изменения задолженности по своевременно непоступившей экспортной выручке и непогашенным импортным авансам», а также за счет неучтенного вывоза капитала (статья платежного баланса «чистые ошибки и пропуски»). Финансовый сектор кредитует, главным образом, Правительство и, в меньшей степени, реальный сектор. Домашние хозяйства кредитуют финансовый сектор, размещая собственные средства на счетах, а также остальной мир, покупая иностранную валюту. Остальной мир кредитует, главным образом, Правительство, а также финансовый и нефинансовый сектора. На рис. 7 представлена упрощенная схема финансовых операций в экономике России.

В приведенной схеме можно выделить замкнутый контур: Правительство кредитует через неплатежи нефинансовый сектор, нефинансовый сектор вывозит капитал за границу, остальной мир кредитует Правительство через финансовые рынки. Объемы циркулирующих средств сопоставимы. Контур подобного вида оказывает дестабилизирующее воздействие на экономику. Недополученные доходы вынуждают Правительство прибегать к заимствованию на финансовых рынках под высокие проценты, а отток капитала увеличивает давление на валютном рынке. Можно предположить, что возможность выхода из бюджетного

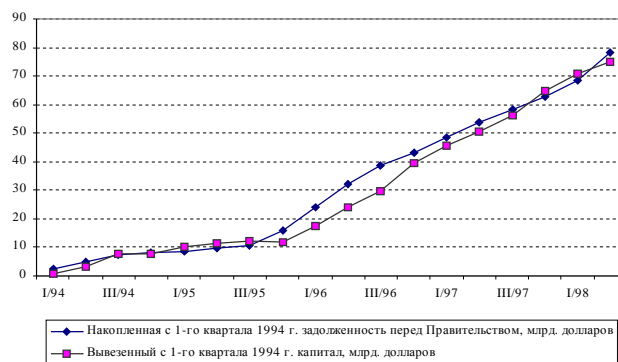


Рис. 6. Оценка роста задолженности перед Правительством, накопленная с первого квартала 1994 г., оценка вывоза капитала с первого квартала 1994 г. (запас)

⁷⁾ О связи между динамикой «чистых пропусков и ошибок» платежного баланса и приростом просроченной кредиторской задолженности см. в [11, 12].

кризиса в 1999 г. будет определяться не только мероприятиями, направленными на оптимизацию управления государственным долгом и государственными расходами, но и успехом институциональных преобразований в финансовой сфере. Первоочередными проблемами являются неплатежи Правительству и вывоз капитала.

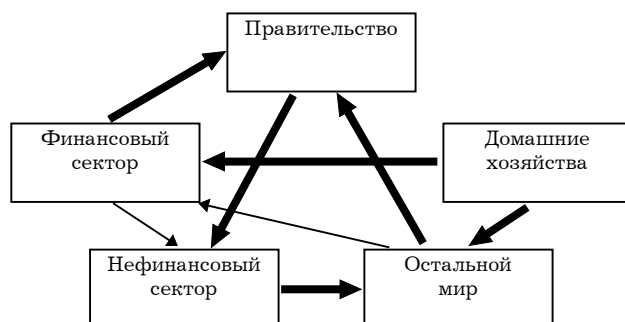


Рис. 7. Основные финансовые операции между секторами экономики (рассматривается чистое кредитование; жирной стрелкой обозначено преимущественное направление кредитования⁸⁾

Анализ последствий оттока капитала

Рассмотрим возможные последствия оттока капитала нерезидентов. Пусть в силу внешних факторов нерезиденты начали выводить свой капитал за границу. Предположим, что это происходит за счет снижения активов нерезидентов в виде государственных ценных бумаг, номинированных в российских рублях. На начало 1998 г. нерезиденты вложили в ГКО-ОФЗ по данным платежного баланса около 16 млрд. долларов. Пусть наблюдается снижение активов нерезидентов в виде государственных ценных бумаг на эту сумму.

Рассмотрим два сценария развития событий: 1) Правительство пытается сохранить обменный курс на прежнем уровне; 2) Правительство пытается одновременно избежать дефолта по внутреннему долгу и девальвации.

Сценарий 1. Попытка удержать обменный курс

Если использовать платежный баланс за 1997 г. в качестве основы для прогнозирования, то при прочих равных условиях компенсирующее снижение резервов Центрального банка должно составить около 25 млрд. долларов (в 1997 г. валютные резервы выросли на 2 млрд. долларов, а портфельные инвестиции составили 11 млрд. долларов, следовательно, необходимое снижение резервов равно: $11+16 - 2 = 25$ млрд. долларов). Однако на начало 1998 г. валютные резервы Банка России оценивались в 13 млрд. долларов. Таким образом, наблюдается кризис платежного баланса. Поэтому введем дополнительное условие: Россия получает кредиты международных организаций на сумму 20 млрд. долларов. Тогда необходимое снижение резервов составляет 5 млрд. долларов.

⁸⁾ В случае домашних хозяйств активы распределялись примерно поровну между иностранной валютой и депозитами.

По графику погашения расходы на обслуживание накопившегося к началу 1998 г. внутреннего долга должны были составить 362 млрд. рублей. Оцениваемые доходы федерального бюджета не превышают 370 млрд. рублей⁹⁾. Предположим, что расходы федерального бюджета, не связанные с обслуживанием внутреннего долга, не могут быть меньше чем 200 млрд. рублей¹⁰⁾. Таким образом, Правительству требуется занять около 190 млрд. рублей на финансовых рынках. В то же время, используя динамику 1997 г., прирост безналичных денег можно оценить не более чем в 80 млрд. рублей.

При развитии событий по этому сценарию Центральный банк жестко привязывает наличную денежную массу к валютным резервам. Ожидаемое снижение валютных резервов в 5 млрд. долларов должно сопровождаться изъятием денег из обращения на сумму около 30 млрд. рублей (пересчет по курсу 6 рублей за доллар). В этом случае денежно-кредитная политика является абсолютно независимой от бюджетной политики. Учитывая тот факт, что спрос Правительства на заемные средства оценивается в 190 млрд. рублей, а рост безналичных средств в лучшем случае составляет 80 млрд. рублей, дефолт становится очень вероятен. Ужесточение денежно-кредитной политики порождает кризис ликвидности в стране. Дальнейшее проведение жесткой денежной политики может заставить резидентов конвертировать свои валютные активы. За счет этого возможен рост валютных резервов Центрального банка.

Можно привести два примера эффективного применения жесткой денежно-кредитной политики. Первый пример связан с экономической историей России. После «черного» вторника Центральный банк существенно ужесточил денежно-кредитную политику. Ставка рефинансирования возросла до 200%, кредитование Центральным банком бюджета со второго квартала 1995 г. было прекращено. В результате этих жестких мер население, стремясь поддержать кассовые остатки на желаемом уровне, начало продавать свои валютные активы Центральному банку. Предложение на валютном рынке превышало спрос, и во втором и третьем кварталах 1995 г. произошла ревальвация рубля. Эти процессы сопровождался ростом валютных резервов. В то же время жесткая денежная политика привела к кризису ликвидности в конце августа 1995 г.

Подобное происходило в Аргентине в 1995 г. Отток средств нерезидентов привел к потере резервов Банка. Чтобы предотвратить спекулятивную атаку, Банк существенно ограничил денежную массу. В результате этих мероприятий в Аргентине сохранился прежний обменный курс, однако, ценой этому служил кризис ликвидности.

Таким образом, обменный курс удерживается с помощью жесткой денежно-кредитной политики. К возможным последствиям относится кризис ликвид-

⁹⁾ Оценка сделана на основе доходов федерального бюджета в 1997 г. Этот год характеризовался низкой инфляцией, и в случае успеха стабилизационных программ по некоторым параметрам, например по инфляции, 1998 г. мог быть похож на него.

¹⁰⁾ Оценка сделана на основе соотношения доходов и расходов федерального бюджета в период январь-июль 1998 г. В этот период времени бюджетная политика была направлена на снижение расходов. Можно предположить, что ниже определенного уровня расходы государства не могут снизиться, так как это ведет к росту социальной напряженности в обществе. На основе бюджетных данных за январь-июль 1998 г. оценивается этот минимальный уровень.

ности и дефолт. Необходимым условием является приток валюты, например, за счет кредитов международных организаций. Если этот приток иссякает, тогда наблюдается кризис платежного баланса и девальвация становится неизбежной.

Сценарий 2. Попытка одновременно избежать дефолта по внутреннему долгу и девальвации

Предположим, Правительство пытается избежать дефолта по внутреннему долгу. Так как прирост безналичных денег оценивается в 80 млрд. рублей, а спрос Правительства на заемные ресурсы – в 190 млрд. рублей, то неизбежным является финансирование бюджета за счет средств Центрального банка. Таким образом, если Правительство пытается следовать этому сценарию, тогда наличная денежная масса должна вырасти на 70-100 млрд. рублей.

Как было показано в предыдущем случае, при неизменном курсе происходит снижение валютных резервов. Из рис. 1 следует, что разнонаправленная динамика наличной денежной массы и резервов предшествует девальвациям (например, в третьем квартале 1994 г. перед «черным» вторником или во втором квартале 1998 г. перед августовскими событиями). Следовательно, при попытке избежать дефолта за счет кредитования Центральным банком растет возможность девальвации, однако, кризиса ликвидности возможно избежать.

Проблему выбора между кризисом ликвидности и девальвацией, с которой сталкивается Правительство, можно пояснить с помощью модели Тинбергена [9]. Пусть ликвидность финансовой системы L определяется уровнем денежной массы $M2$. Выразим математически ликвидность как функцию от денежной массы: $L = f_1(M2)$. Первая производная положительная, т. е. при росте денежной массы ликвидность растет. Центральный банк, проводя эмиссию или изъятие денег из обращения, до некоторой степени определяет объем денежной массы в стране, поэтому $M2$ является управляемой переменной.

Пусть обменный курс e определяется соотношением денежной массы $M2$ и валютных резервов Res : $e = f_2(M2/Res)$. Первая производная положительная, т. е. при росте соотношения денежной массы и валютных резервов обменный курс также растет.

Рассмотрим простую систему уравнений:

$$\begin{aligned} L &= f_1(M2) \\ e &= f_2(M2/Res) \end{aligned}$$

Для того, чтобы избежать кризиса ликвидности и дефолта, необходимо увеличить денежную массу. При этом в условиях, сформировавшихся к началу 1998 г., валютные резервы Банка не растут. Это приводит к росту соотношения денежной массы и резервов. Следствием этого является повышенная возможность удачной спекулятивной атаки на национальную валюту.

Теперь предположим, что Правительство выбирает жесткую денежно-кредитную политику и поддерживает соотношение денежной массы (по крайней мере, ее наличной составляющей) и резервов на определенном уровне. Тогда отток иностранного капитала сопровождается уменьшением резервов и снижением денежной массы. В этом случае растет возможность кризиса ликвидности.

Таким образом, цели второго сценария при ограничениях, существовавших в начале 1998 г., не могли быть достигнуты одновременно.

Анализ макроэкономических индикаторов позволяет предположить, что Правительство России пыталось применить жесткую денежную политику в течение первого квартала 1998 г. как средство поддержания обменного курса. Однако, когда во втором квартале 1998 г. возникла реальная угроза дефолта и кризиса ликвидности, Правительство смягчило денежную политику. Вследствие попеременного использования обеих стратегий в течение короткого промежутка времени ни одна из целей не была достигнута: жесткая политика в начале года заложила основы для кризиса ликвидности и дефолта по внутренним обязательствам, а смягчение во втором квартале повысило возможность девальвации.

Выводы

1. В основе кризиса 1998 г. лежат противоречия между денежно-кредитной политикой, направленной на финансовую стабилизацию, и дефицитной бюджетной политикой. Противоречия начали проявляться уже в конце 1996 г.

2. Есть признаки того, что условия для финансового кризиса сформировались в начале 1997 г. Приток иностранного капитала в начале 1997 г. погасил напряженность на валютном рынке и повысил ликвидность государственных ценных бумаг. Это позволило Правительству отложить решение бюджетных проблем на некоторое время.

3. Одно из условий выхода из финансового кризиса связано с изменением структуры финансовых потоков. Наиважнейшими являются проблемы неплатежей Правительству и утечки капитала за границу.

4. В случае оттока иностранного капитала Правительство вынуждено выбирать между девальвацией и дефолтом. В зависимости от того, что представляется Правительству наименьшим злом, следует переходить либо к инфляционному режиму (если предполагается избежать дефолта), либо к жесткой денежно-кредитной политике (если целью является стабильность обменного курса). Попытка совместить обе стратегии в течение первого полугодия 1998 г. имела следствием и дефолт, и девальвацию.



Работа проделана при финансовой поддержке Российского Гуманитарного Научного Фонда (РГНФ), проект № 97-02-2119.

* * *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Струченевский А.А. Эмпирический анализ финансовых кризисов в России // *Экономический журнал Высшей школы экономики*, 2, № 2, 1998. С. 197.
2. Sargent T., Wallace N. *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review (Fall 1981).

3. Sachs J., Tornell A., Velasco A. *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*, *Economic Activity*, v. 1, 1996, p. 147.
4. Davis E.P. *Market liquidity risk*, *European Monetary Institute*, 1992.
5. Гавриленков Е., Косарев А., Струченевский А., Хенкина Р. Проблемы разработки российских счетов потоков капитала // *Вопросы Статистики*, № 3, 1998. С. 16.
6. *Guide to the Flow of Funds Accounts*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C., 1993.
7. *Manual on Monetary and Financial Statistics, Revised Draft, August 1996*, Statistics Department, International Monetary Fund.
8. *System of National Accounts*, 1993, Brussels/Luxembourg, New York, Paris, Washington, D. C., 1993.
9. Sachs J., Larrain F. *Macroeconomics. In the global economy* Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 07632.
10. Burda M., Wyplosz C. *Macroeconomics. A European text, Second Edition*, Oxford University Press, 1988.
11. Фонд «Бюро экономического анализа», *Информационно-аналитический бюллетень*, № 5, апрель 1997 г. С. 10.
12. Gavrilencov E. *Enterprise and bank restructuring in Russia*, *Economic Survey of Europe*, 1998, № 2, p. 87.

Приложение

Таблица 1.

Счет потоков капитала в 1996 г.
(трлн. рублей)

Операции	Государственные учреждения		Домашние хозяйства		Предприятия		Остальной мир		Финансовый сектор		Итого	
	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.
Монетарное золото и СПЗ							1		-1		0	0
Наличные деньги и депозиты в том числе:	-3		94		36			33	-14	80	113	113
наличные деньги в национальной валюте			19		4					23	23	23
наличные деньги в иностранной валюте			22		25		47			7	47	47
счета предприятий					7						7	7
депозиты домашних хозяйств			53							53	53	53
Ценные бумаги, кроме акций		125	9		-7	18	43		98		143	143
Кредиты и займы в том числе:	-32	35		2		19	57	-31	22	22	47	47
кредиты остального мира государственному сектору		23					23				23	23
иностранные активы и пассивы банков							22	15	15	22	37	37
Акции и другие виды участия в капитале	-3		1		11	43	24		21	11	54	54
Страховые технические резервы			0		3					3	3	3
Прочие счета кредиторов и дебиторов в том числе:	184	19	29		100	156	9	146			321	321
просроченная задолженность по обязательствам остального мира перед государством	47							47			47	47
просроченная задолженность в бюджет и во внебюджетные фонды	137					137					137	137
торговые кредиты, предоставленные остальному миру					49			49			49	49
изменение задолженности по своевременно непоставившей экспортной выручке					50			50			50	50
Итого	146	179	132	2	142	237	133	148	126	115	681	681
Баланс	32		-131		94		15		-11		0	

Комментарий: «Исп.» означает «использование», здесь отмечается прирост финансовых активов сектора. «Рес.» означает «ресурсы», здесь отмечается прирост обязательств сектора. Здесь и в следующей таблице данные округлены до целых.

Таблица 2.

**Счет потоков капитала к третьему кварталу 1997 г.
(скользящий год; трлн. рублей)**

Операции	Государственные учреждения		Домашние хозяйства		Предприятия		Остальной мир		Финансовый сектор		Итого	
	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.	Исп.	Рес.
Монетарное золото и СПЗ							0		0		0	0
Наличные деньги и депозиты в том числе:	-10		102		54			103	44	86	190	190
наличные деньги в национальной валюте			35		4					39	39	39
наличные деньги в иностранной валюте			35		24		59			25	59	59
счета предприятий					25					25	25	25
депозиты домашних хозяйств			32							32	32	32
Ценные бумаги, кроме акций		178	6			28	118		82		205	205
Кредиты и займы в том числе:	-39	28		3		56	89	-29	55	47	105	105
кредиты остального мира государственному сектору		18					18				18	18
иностранные активы и пассивы банков							47	15	15	47	62	62
Акции и другие виды участия в капитале	-11				16	33	40	11	16	16	60	60
Страховые технические резервы			0		4					3	3	3
Прочие счета кредиторов и дебиторов в том числе:	163	25	15		110	123	21	161			309	309
просроченная задолженность по обязательствам остального мира перед государством		50						50			50	50
просроченная задолженность в бюджет и во внебюджетные фонды		112				112					112	112
торговые кредиты, предоставленные остальному миру					44			44			44	44
изменение задолженности по своевременно непоставившей экспортной выручке					67			67			67	67
Итого	102	231	122	3	183	240	268	246	196	152	871	872
Баланс	128		-119		57		-22		-45		0	