

Как в Бразилии, но круче

1. Кризис произошел под влиянием внешних событий: снижения цены на нефть и эпидемии финансовых кризисов на формирующихся рынках. Однако финансовая система России оказалась неустойчивой к внешним воздействиям в отличие от других переходных экономик. Это произошло по двум основным причинам. Во-первых, России не удалось устранить неблагоприятную специализацию во внешней торговле, поставившую страну с богатым природным и человеческим потенциалом в зависимость от конъюнктуры мирового рынка нефти. Во-вторых, с 1997 г. обострился кризис доверия ко всем ветвям власти, усугубивший влияние неблагоприятных тенденций в мировой финансовой системе и условиях внешней торговли.

2. Мировой финансовый кризис и падение цен на нефть сыграли роль катализатора, спровоцировавшего уход иностранных инвесторов с российских рынков. Снижение цен на нефть с 18,4 долл./барр. в 1997 г. до 10 долл./барр. и ниже в четвертом квартале 1998 г. серьезно ухудшило внешнеторговое положение России. При практически нулевом торговом балансе, включающем услуги, в первом полугодии текущий платежный баланс был сведен с дефицитом по текущим операциям 6 млрд долл. Вырос дефицит баланса инвестиционных доходов, достигнув за тот же период 4,9 млрд долл.

Резко ухудшилось состояние капитальных потоков в российскую экономику. Если в первом полугодии 1997 г. прямые иностранные инвестиции в негосударственный сектор составили 2,1 млрд долл., то в первом полугодии 1998 г. они сократились до 0,95 млрд долл., или на 55%.

3. В предкризисный период 1997-1998 гг. Министерство финансов фактически не проводило единую и целенаправленную политику управления государственным долгом. Вопреки сложившемуся предубеждению внутренний долг в ГКО-ОФЗ не был пирамидой: к весне 1998 года явно наметилась тенденция к стабилизации его динамики. Однако ситуация обострилась из-за кризиса ликвидности, связанного с ухудшением платежного баланса и угрозой девальвации рубля, а также из-за значительной доли коротких бумаг в структуре государственных обязательств. Значительное сокращение объема краткосрочных инструментов в обращении началось лишь в мае 1998 г., когда правительство уже оказалось в долговой ловушке.

Решение по дефолту ГКО было не вполне продуманным, так как не учитывало более рациональные варианты выхода из долговой ловушки и недооценило долгосрочные последствия, связанные с кросс-дефолтом по внешнему долгу и потерей российским правительством статуса первоклассного заемщика.

Главная ошибка властей заключалась в том, что до определенного момента ими полностью исключалась возможность финансового кризиса. Бюджет 1997 г. был дефицитным, налоговые законы не принимались, а о радикальном сокращении государственных расходов вообще речи не шло. Проводившаяся в прошлом году эмиссия ГКО происходила, несмотря на заметное ухудшение ситуации с внутренним долгом. Министерство финансов не учло уроки весны 1996 года, когда аналогичная ситуация едва не привела к коллапсу рыночных инструментов внутреннего долга.

Весной—летом 1998 г. правительство предприняло запоздалые меры в области управления государственным долгом, пытаясь изменить валютную и временную структуру своих обязательств. Однако ни интенсивная эмиссия долгосрочных еврооблигаций, ни своповая операция по ГКО не позволили выйти из долгового кризиса.

4. Нужда в валютном коридоре как “номинальном якорь” отпала уже в конце 1996 г. с завершением финансовой стабилизации. Из-за сохранения привязки курса происходило неоправданное утяжеление рубля, ухудшавшее условия внешней торговли. Поддержание

этого курсового режима в 1997-1998 гг. отвечало главным образом узковедомственным интересам руководства Банка России, заинтересованного в демонстрации стабильности.

Неудачным было прошлогоднее решение Банка России о деноминации рубля. Оно явно продемонстрировало недооценку руководством ЦБР реальной степени рисков, характерных для формирующихся финансовых рынков. Оказавшись заложником данного решения, Банк России не провел умеренную девальвацию рубля в тот период, когда еще можно было изменить курсовой режим и предотвратить долговой кризис, своевременно осуществив реструктуризацию внутреннего долга.

Негативную роль сыграл предложенный Банком России механизм хеджирования (страхования) рисков нерезидентов с помощью форвардных контрактов. По сути происходила эмиссия краткосрочных валютных инструментов, что является крайне рискованным и неэффективным способом привлечения денежных ресурсов.

Отразив первые атаки на рубль в конце 1997 г. — начале 1998 г. года, Банк России отказался от иных средств защиты от валютного кризиса, кроме повышения рублевых процентных ставок. Такая политика способствовала увеличению процентных расходов бюджета и ускоряла дефолт. Получив стабилизационный транш в размере 4,8 млрд долл., монетарные власти продолжали удерживать курс рубля, потеряв на валютных интервенциях более 4 млрд долл., но так и не предприняли мер к обеспечению платежеспособности государства.

5. Негативную роль сыграла слабость российских финансовых институтов, которая вуалировалась благоприятным положением крупных банков. Созданный для них “тепличный” режим обеспечивался вначале инфляционной подпиткой, затем выплатами по ГКО-ОФЗ, а с 1997 г. — доступом к недорогим иностранным кредитам и еврозаймам. До сих пор сохраняется поддержка привилегированных банков за счет дешевых государственных средств. Защищенность банковской сферы от иностранных конкурентов также ослабляла состояние российской финансовой системы.

Пруденциальное регулирование банковской системы, развивавшееся после кризиса этой сферы в 1995 г., не смогло предотвратить рискованные действия крупных банков в период финансового бума 1996-1997 гг. Эти банки получили возможность проведения небанковских операций, таких, как вложения в ценные бумаги, сделки с производными инструментами, прямые инвестиции в производственную сферу, доверительное управление крупными предприятиями и др. Кроме того, некоторые из них вовлеклись в операции с иностранным капиталом без должной оценки валютных и процентных рисков. Используя в период бума внутренние финансовые инструменты в качестве залога под иностранные кредиты, они поставили себя под угрозу потери платежеспособности.

Характерно, что многие подобные действия запрещены в ряде стран, переживших ранее банковские кризисы. В странах с формирующимися рынками на деятельность банков с иностранным капиталом часто накладываются гораздо более жесткие ограничения, чем применялись в России. Принципиальная проблема заключается в том, что Россия так и не выбрала модель своей банковской системы, а регулирующие органы, призванные контролировать деятельность банков, — ЦБР и ФКЦБ — находятся в состоянии “холодной войны” и не могут поделить сферы влияния.

6. В результате девальвации рубля и дефолта ГКО кризисное состояние системы государственных финансов не было снято, но перешло в более опасную и затяжную фазу. Из-за нарушений обязательств перед кредиторами Россия потеряла репутацию надежного заемщика, которая создавалась на протяжении последних пяти лет. Если в начале 1997 г. рейтинг России был на уровне таких стран, как Бразилия и Аргентина, то в конце 1998 г. он оказался близким к странам с одиозными политическими режимами типа Пакистана и Эфиопии. Вследствие такого изменения рейтинговых оценок резко сузились возможности новых государственных заимствований.

Финансовый кризис явился следствием объективных и субъективных причин. Просчеты монетарных властей, наложенные на внутривалютную дестабилизацию, усугубили положение в не меньшей степени, чем внешние факторы. С учетом ухудшения внешнеэкономической ситуации Россия вряд ли смогла бы обойтись без изменения курсовой политики. Однако при более эффективных действиях правительства и Центрального банка вполне можно было избежать обвального падения курса, а главное — дефолта по внутреннему и, что весьма вероятно, по внешнему долгу.

Позитивным итогом кризиса можно считать то, что в условиях жестких бюджетных ограничений государство будет вынуждено отказаться от невыполнимых обязательств. В условиях неблагоприятных внешнеэкономических тенденций необходимы также отказ от модели экстенсивного развития и проведение структурных реформ. Альтернативой интенсивным реформам на данном этапе является возврат к политике изоляционизма, а в конечном итоге — к свертыванию рыночных отношений.