

мне представляется, на время кризиса следует ввести ограничения на движение капитала и возвратиться к практике стопроцентной продажи валютной выручки. Это устранил потребность в крупных интервенциях Центрального банка на валютном рынке и сбережет валютные резервы для более важных целей. Будет нанесен удар по механизмам, ведущим к долларизации экономики, и отпадет необходимость поддерживать высокую процентную ставку. Снижение последней будет способствовать инвестиционной активности и нормализации процесса предоставления кредитов. В этом контексте предстоит, наконец, внедрить эффективно действующий механизм рефинансирования коммерческих банков со стороны Центрального банка.

Политика, направленная на стимулирование спроса на отечественную продукцию, станет в полной мере эффективной, если ее проведение будет происходить в благоприят-

ных финансовых условиях. Поддержку банкам и корпорациям в погашении внешних долгов следует осуществлять посредством прямого предоставления валютных кредитов или внесения государством дополнительных средств в их уставный капитал в валюте. Такой порядок снизит понижательное давление на курс рубля. Разумеется, решения о поддержке должны приниматься в каждом отдельном случае.

Предстоит опытным путем найти оптимальный уровень дефицита бюджета, который обеспечивал бы, с одной стороны, восстановление экономического роста, а с другой – не вел бы к финансовой дестабилизации. При этом должно быть ясно, что стремление снизить уровень инфляции любой ценой приведет к тяжелым последствиям. Финансирование дефицита бюджета может осуществляться за счет средств резервного фонда, госзаимствований, прямого предоставления кредитов Центрального банка правительству.

*Поступила в редакцию в феврале 2009 г.*

**Е. Т. Гурвич**

Экономическая экспертная группа, Москва

## **Источники российского финансового кризиса**

Несмотря на огромный запас прочности российской экономики в виде резервов правительства и Центрального банка, профицита бюджета и внешней торговли, Россия оказалась не менее, а более других уязвима для удара международного кризиса. Это означает, что на фоне глобального кризиса проявились собственные явные и скрытые слабости. Для того чтобы разобраться в причинах кризиса, необходимо кратко рассмотреть его основные механизмы.

На протяжении года после начала международного кризиса российская экономика его практически не ощущала. Первым проявлением кризиса в России стало резкое падение фондового рынка в конце июля – августе 2008

г., за которым последовал острый дефицит ликвидности. Формально основную роль в этом сыграл отток капитала: в сентябре он оценивался в 25 млрд долл. вместо притока в среднем по 14 млрд долл. в месяц в апреле–июле. Такой механизм является типичной причиной кризисов в развивающихся странах. В результате произошел перелом в динамике накопления золотовалютных резервов: они почти не изменились в августе и упали на 22 млрд долл. в сентябре по сравнению с ростом в среднем на 17 млрд долл. в месяц на протяжении предыдущих 10 месяцев. Резкое уменьшение резервов создало проблемы с ликвидностью в экономике. При этом корень проблемы заключался в том, что необходимо было не просто количественно

увеличить эмиссию по другим каналам в целях компенсации изъятия денег при продаже Центральным банком валюты. На протяжении последних лет валютные интервенции ЦБ, как правило, существенно превышали рост спроса на деньги. В результате кредитный канал использовался преимущественно для стерилизации избыточной эмиссии. Таким образом, требовалось радикально изменить режим использования кредитного канала, перейдя от привлечения средств банков на депозиты к их обеспечению необходимой ликвидностью и компенсации сокращения денежного предложения из-за продажи валюты. Для обеспечения экономики ликвидностью пришлось создать принципиально новые способы денежного предложения: кредитование банков за счет временно свободных бюджетных средств, выделение субординированных кредитов ведущим государственным банкам, предоставление Центральным банком беззалоговых кредитов и т.д. Однако проблема была решена лишь частично: период роста денежной базы сменился ее сокращением.

Одним из факторов снижения притока капитала стало падение фондового рынка, в результате которого сократилась стоимость активов, обеспечивавших привлеченные кредиты. При этом за период июль–ноябрь российский фондовый индекс снизился значительно сильнее (на 74%), чем сводный индекс по развивающимся рынкам (57%). Здесь важен отмеченный в докладе Всемирного банка факт, что падение фондового рынка резко ускорилось с началом падения цен на нефть. В дальнейшем эти процессы шли параллельно друг другу (коэффициент корреляции составил 97%!). Это позволяет предположить, что общий отток капитала с развивающихся рынков в случае с Россией был усилен несколькими дополнительными факторами: снижением цен на нефть и ухудшением инвестиционного климата, связанным с «делом Мечела» и событиями в Южной Осетии. Стоит также обратить внимание на то, что падение стоимости акций и отток капитала начались не после достижения какого-то критического уровня цен на нефть, а как только переломилась тенденция их роста. Развитие

ситуации на фондовом рынке свидетельствует, что российская экономика оставалась привлекательной для инвесторов только в условиях дорожающей нефти, когда последовательно повышалась рентабельность добывающей промышленности и увеличивалась покупательная способность россиян.

На втором этапе главным фактором стало сжатие спроса в результате падения цен на нефть и снижения кредитования. Глубина падения промышленного производства свидетельствует, что возникшие здесь проблемы имеют качественный характер. Фактически в России сформировалась модель роста, способная действовать только при постоянно растущих ценах на мировых сырьевых рынках. Главным элементом этой модели служило быстрое расширение внутреннего спроса при повышении цен на нефть. Растущий спрос на торгуемые товары удовлетворялся преимущественно за счет импорта, однако частично стимулировал и рост внутреннего производства, особенно в части неторгуемых товаров. Изменение динамики мировых цен на нефть привело к крушению данной модели, показав ее нежизнеспособность.

Далее следует обратить внимание на ряд ошибок в экономической политике, повысивших уязвимость российской экономики при развитии кризисных явлений. Прежде всего здесь можно отметить проведение в последние годы чрезмерно мягкой макроэкономической политики. Мягкая монетарная политика стала результатом использования валютной политики, направленной на контроль обменного курса и его предсказуемость. Центральный банк пытался сдерживать укрепление рубля в период повышения цен на нефть, проводя масштабные интервенции на валютном рынке. С середины 2006 года проводилась либерализация счета капитала (т. е. снятие ограничений на движение средств в Россию и из России). Следствием такой политики стал резкий рост притока капитала в Россию и формирование уровня процентных ставок, лишь ненамного превышающего ставки на международных рынках. Однако при сравнительно высокой инфляции это означало поддержание отрицательных

в реальном выражении процентных ставок. В итоге экономика вышла далеко за рамки своего потенциального выпуска. При этом импорт, обеспечивавший растущий разрыв между спросом и предложением, финансировался частично за счет улучшения условий торговли, а частично – за счет притока иностранного капитала. За 2005–2007 гг. внешний долг банков и нефинансовых предприятий вырос в 3,8 раза.

Существенный вклад в формирование дисбалансов в экономике внесло и смягчение бюджетной политики. В 2007 г. реальный рост бюджетных расходов в 3–3,5 раза превышал рост ВВП. Расходы в процентах ВВП выросли сразу на 2,1 процентных пункта для федерального уровня и на 2,8 процентных пункта – для бюджетной системы в целом.

В итоге экономика оказалась перенасыщена «дешевыми» деньгами. Избыток денег практически всегда ослабляет экономику, работает ей во вред. В США «дешевые» деньги использовались на выдачу рискованных ипотечных кредитов, что и стало миной замедленного действия для американской, а затем и мировой экономики. В России, как это часто бывает в условиях слабо развитой финансовой системы и неблагоприятного инвестиционного климата, избыток денег привел к потребительскому буму и формированию финансовых «пузырей». Одновременно развитие сдерживалось недостаточной доступностью кредитных ресурсов. Однако опыт развивающихся стран показывает, что избыток и дефицит денег нередко сочетаются. Высокие инвестиционные риски и слабость финансовой системы приводят к тому, что «дешевые» деньги (в том числе заемные) идут не на развитие экономики, а проедаются или вкладываются в недвижимость, искусственно «надувая» ее стоимость.

Сбережение части нефтяных доходов с помощью стабилизационного фонда частично ограничило опасное нарастание финансовых пузырей. Однако осторожное использование нефтяных доходов было в большой степени подорвано снятием в середине 2006 г. ограничений на операции с капиталом. С одной стороны, резко возросший приток иностранного капитала дал толчок инвестициям, ускорив тем

самым и производство. Но с другой стороны, эта важнейшая мера по либерализации экономики не была поддержана другими шагами в том же направлении, прежде всего – более свободным формированием обменного курса. В результате Банку России пришлось сглаживать с помощью валютных интервенций воздействие на валютный рынок не только колебаний условий торговли, но и резко возросшей волатильности потоков капитала. Фактически сложилась ситуация, когда одни элементы экономической политики вступили в противоречие с другими. Действие стабилизационного фонда, не допускающего в экономику избыток «нефтедолларов», подрывалось притоком иностранного капитала, препятствия для которого были сняты. В кризисный период, напротив, эффект падения цен на нефть был умножен усилившимся оттоком капитала.

Конкретным проявлением негативных последствий перегрева экономики стал прежде всего быстрый рост нефтегазового дефицита счета текущих операций. Этот показатель можно рассчитать по аналогии с нефтегазовым бюджетным дефицитом как сальдо платежного баланса по текущим операциям за вычетом нефтегазового экспорта. Если в 2005 г. нефтегазовый дефицит по текущим операциям составил 64 млрд долл. то в 2007 г. он возросл более чем вдвое, достигнув 140 млрд долл. Это сделало российскую экономику уязвимой к падению цен на нефть.

Кроме этих конкретных проблем, ошибки в макроэкономической политике способствовали формированию нежизнеспособной модели развития. Искаженные сигналы, посылаемые финансовыми рынками, неверно ориентировали экономических агентов. Такие сигналы создали иллюзию выгодности экстенсивного развития: приобретения все новых активов, расширения строительства. Задачи повышения эффективности компаний надолго оказались отодвинуты на второй план – только кризис заставил бизнес вновь обратиться к решению этих задач.

Неизбежный переход к дефициту счета текущих операций в условиях снижения цен на нефть с последующим увеличением этого де-

фицита, а также быстрое наращивание внешнего долга банков и компаний неминуемо привели бы страну к валютному кризису даже при стабильных внешних условиях.

Таким образом, роль американского ипотечного кризиса не однозначна. С одной стороны, он дал толчок глобальной дестабилизации. Но с другой стороны, это помогло России избежать худшего: если бы рост «пузырей»

и накопление внешнего долга частного сектора продолжались бы еще несколько лет, то кризис все равно произошел бы, но оказался намного более разрушительным.

Таким образом, нам предстоит не просто преодолеть кризис, но и построить новую, жизнеспособную модель развития экономики, позволяющую ей расти независимо от внешней конъюнктуры.

*Поступила в редакцию 17 декабря 2008 г.*

**Р. С. Гринберг**

Институт экономики РАН, Москва

## **Основная причина кризиса – крах радикального либерализма**

Никто не сможет сегодня назвать дату и причину наступления очередного кризиса в экономике. В этом – выражение ее сложности. Физика точно знает: при 100 градусах вода обычно кипит. В экономике проблемы и противоречия накапливаются постепенно, но их критический уровень заранее не известен. Всякий раз кризис наступает при новом сочетании обстоятельств. Нельзя винить в некомпетентности финансовые власти России или других стран: они, конечно, не безгрешны, но это не единственная причина кризиса. Кризис в США, ставший «спусковым крючком» для финансовых бедствий по всему миру, – это, в сущности, проявление долго накапливавшихся противоречий. Каковы они и в каком сочетании привели к кризису?

Самое серьезное противоречие и первая причина кризиса: мотивация и поведение менеджеров резко отличаются от мотивации и поведения собственников. Лет пятьдесят назад американский экономист А. Берли в книге о так называемой «революции управляющих» подчеркивал: владельцу большого предприятия, «Крайслер» например, трудно уследить за тем, как в нем реализуются интересы собственника. Делом управляют менеджеры, и задача

перед ними стоит обычно чисто техническая – обеспечить прибыльность фирмы. Их благополучие не слишком зависит от репутации, авторитета, перспектив фирмы. Поэтому, скажем, банковские менеджеры могут направо и налево раздавать кредиты, которые собственник никогда бы не одобрил, но которые в данный момент обеспечивают для соответствующего банка хороший баланс.

Вторая причина кризиса – в том, что в развитом капитализме финансовая сфера живет самостоятельно, отрываясь от производства, от реального сектора экономики, где, собственно, деньги и создаются. А потом, временно становясь «лишними», попадая в банки или на фондовый рынок, деньги перестают зависеть от производителя. Но в определенный момент масштабы такого «отрыва» финансов становятся недопустимыми. Некоторые эксперты считают, что сейчас только 2–3% финансовых операций связаны с материальным производством, остальные деньги обращаются и дают «живую» прибыль – в сфере услуг, в банках, страховании. Но эти сферы сейчас и лихорадит.

И третья причина кризиса – неизбежная цикличность развития. Преодолеть ее