

*Исследования и анализ  
Studies & Analyses*

---

*Центр социально-  
экономических исследований*



*Center for Social  
and Economic Research*

**252**

---

**Марек Домбровски**

**Уроки российского кризиса:  
пять лет спустя**

*Варшава, июль 2003 г.*

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Спонсором данной публикации является WestLB Polska S.A.

Ключевые слова: **Россия, переходная экономика, финансовый кризис, макроэкономическая политика, валютный режим**

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 2002 г.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

ISBN: 83-7178-305-1

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

тел.: (48-22) 622-66-27, 828-61-33

факс: (48-22) 828-60-69

e-mail: [case@case.com.pl](mailto:case@case.com.pl)

<http://www.case.com.pl>

## **Содержание**

<b>1. Введение.....</b>	<b>6</b>
<b>2. Непосредственные последствия кризиса: глубокий шок и быстрое оздоровление.....</b>	<b>8</b>
<b>3. Источники и перспективы экономического роста и фискальной сбалансированности .....</b>	<b>12</b>
<b>4. Предпринимательский и инвестиционный климат .....</b>	<b>18</b>
<b>5. Борьба с инфляцией: незавершенная задача .....</b>	<b>21</b>
<b>6. Как избежать валютного кризиса в будущем? .....</b>	<b>24</b>
<b>7. Изменения в международной среде .....</b>	<b>27</b>
<b>8. Заключительные выводы.....</b>	<b>28</b>
<b>Библиография .....</b>	<b>30</b>

## **Марек Домбровски**

*Профессор экономических наук, председатель Совета CASE — Центра социально-экономических исследований и один из его учредителей. С 1991 г. руководил консультационными программами CASE в России, на Украине, в Кыргызстане, Казахстане, Грузии, Узбекистане, Монголии и Румынии. В 1989-1990 гг. — первый заместитель Министра финансов Польши. В 1991-1993 гг. — депутат Сейма (нижней палаты польского парламента); в 1991-1996 гг. — председатель консультационного Совета по вопросам приватизации при Премьер-министре Польши; в 1994-1995 гг. — консультант Всемирного банка; с 1998 г. — член Совета по денежной политике Национального банка Польши. В настоящее время сфера его научных интересов — это проблемы макроэкономической политики и политической экономики трансформации.*

## **Аннотация**

В настоящее время августовский кризис 1998 года в России кажется уже почти забытым историческим эпизодом. В российской экономике четвертый год продолжается экономический рост; начиная с лета 2000 года осуществляется программа институциональных и структурных реформ, некоторые из которых считаются образцовыми для других стран. Несмотря на эти положительные изменения, актуальным остается вопрос, насколько удалось фактически преодолеть фундаментальные причины кризиса 1998 года и есть ли реальная угроза повторения подобных неприятных событий в будущем. Насколько сам по себе кризис (особенно девальвация рубля) помог в оздоровлении экономической ситуации и экономической политики, а также политической системы России? Какие уроки из российского и других кризисов второй половины девяностых годов извлекли международные финансовые рынки и международные финансовые организации во главе с МВФ и Всемирным банком? В предлагаемой работе, имеющей характер скорее публицистического очерка, чем сугубо научного исследования, будет сделана попытка ответить на эти и другие вопросы. Автор, используя свой опыт наблюдателя экономических реформ в посткоммунистических странах, в том числе в России, попробует предложить несколько штрихов к диагнозу ситуации, в которой находилась российская экономика в послекризисный период, включая рекомендации, как избежать угрозы повторной дестабилизации в будущем.

## **1. Введение**

Финансовый кризис августа 1998 года оказался серьезнейшим экономическим и политическим шоком не только для самой России, но и для окружающего мира. Конечно, международное значение этого события было последствием не столько потенциала российской экономики<sup>1</sup>, сколько, скорее всего, геополитического значения России и связанных с ним серьезных, хотя и неудачных на практике, попыток МВФ, Всемирного банка и стран Большой Семёрки не допустить краха этой страны. Более того, российский кризис оказался лишь только одним из эпизодов в цепочке драматических потрясений, которые международные финансовые рынки испытали во второй половине девяностых годов, начиная с девальвации мексиканского песо в 1994-1995 годах. Потом, во второй половине 1997 года, пришла волна азиатских кризисов (Таиланд, Малайзия, Филиппины, Индонезия, Корея и Гонконг), которая дала в ноябре 1997 года непосредственный импульс к первой спекулятивной атаке против российского рубля и украинской гривны. Российский кризис сразу спровоцировал похожие события в большинстве других стран СНГ (см. Домбровски, 1999). Несколько недель спустя в США разразился кризис крупнейшего спекулятивного фонда LTCM, чреватый возможным крушением основ финансовых рынков этой страны, с тяжело предсказуемыми последствиями как для американской, так и мировой экономики. Наконец, в начале 1999 года произошел валютный кризис в Бразилии, стране, которая испытывала многие слабости фискальной и структурной политики, очень похожие на российские.

Все вышеупомянутые события оказались также серьезнейшим испытанием для международных финансовых институтов, особенно для МВФ, который попал под огонь массовой критики почти со всех сторон, как с левых (например, Джозефа Стиглица – см. Stiglitz, 2002), как и с правых (например, Джорджа Шульца и других консервативных республиканцев<sup>2</sup>) позиций, правительств стран – крупных акционеров и стран – жертв кризиса, крупнейших финансовых инвесторов (например, Джорджа Сороса – см. Soros, 1999) и усилившегося к тому времени движения антиглобалистов.

В самой России кризис нанес разрушительный удар по финансовой системе (до этого переживавшей уже серьезные признаки недоверия и нестабильности), сбережениям и уровню жизни населения, а также политической системе страны, ставя под угрозу основы демократических и рыночных преобразований девяностых годов. Казалось, что репутация России и российской экономики подорвана на долгие годы. В мировой прессе и аналитических обзорах доминировала черная картина экономической ситуации в России и крайне пессими-

---

<sup>1</sup> В 2002 году доля ВВП России в мировом ВВП составляла около 1% по текущему обменному курсу и около 2,5% по паритете покупательной способности – см. WEO (2003, statistical Appendix, tables 1 and 2) и ОЭР (май 2003). В 1998 году эта доля была еще более низкой.

<sup>2</sup> См. Schultz, Simon and Wriston (1998), Kemp (1998), Meltzer (1999).

стическая оценка ее перспектив. Россия считалась примером неудачных экономических реформ, хотя оценки причин провала сильно расходились. Противники последовательной рыночной трансформации обвиняли реформаторов в «либеральном большевизме» и политике «шоковой терапии», якобы приведшей к кризису. Сторонники радикальных преобразований, напротив, справедливо усматривали причину обвала в слишком медленных темпах проведения необходимых реформ, а также в непоследовательности принимаемых решений.

Пять лет спустя, в середине 2003 года, августовский кризис 1998 года кажется уже почти забытым историческим эпизодом — как в России, так и за рубежом. В российской экономике четвертый год продолжается экономический рост. Хронический фискальный дефицит девяностых годов заменен устойчивым фискальным профицитом, связанным с нефтяным бумом. Золотовалютные резервы Центрального банка России достигли рекордного уровня 64 430 миллионов долларов США на 1 июля 2003 года<sup>3</sup>. Растет доверие к рублю и российским банкам, хотя последним далеко еще до западных стандартов. Начиная с лета 2000 года осуществляется программа институциональных и структурных реформ, хотя ее темпы не всегда достаточны и соответствуют первоначальным намерениям. Некоторые реформы, особенно в сфере прямых налогов, считаются образцовыми для других стран. Международный рейтинг России и российской экономики постоянно улучшается. Во втором квартале 2003 года впервые за время трансформации приток капитала превысил его отток, хотя еще рано считать Россию страной с благоприятным предпринимательским и инвестиционным климатом.

Несмотря на эти положительные изменения, актуальным остается вопрос, насколько удалось фактически преодолеть фундаментальные причины кризиса 1998 года и есть ли реальная угроза повторения подобных неприятных событий в будущем. Насколько сам по себе кризис (особенно девальвация рубля) помог в оздоровлении экономической ситуации и экономической политики, а также политической системы России? Какие уроки из российского и других кризисов второй половины девяностых годов извлекли международные финансовые рынки и международные финансовые организации во главе с МВФ и Всемирным банком?

В этой статье, имеющей характер скорее публицистического очерка, чем сугубо научного исследования, будет сделана попытка ответить на эти и другие вопросы. Автор, используя свой опыт наблюдателя экономических реформ в посткоммунистических странах, в том числе в России, попробует предложить несколько штрихов к диагнозу ситуации, в которой находилась российская экономика в послекризисный период, включая рекомендации, как избежать угрозы повторной дестабилизации в будущем.

В второй части нынешней статьи будут проанализированы непосредственные последствия финансового кризиса 1998 года, в частности ответ на вопрос, насколько сам по себе кризис подействовал как катарсис, как в экономической, так и политической сфере.

В третьей части предпринята попытка определить источники экономического роста и значительного улучшения фискальной ситуации в 1999-2003 годах. Особое внимание уде-

---

<sup>3</sup> Согласно данным Центрального банка Российской Федерации – см. <http://www.cbr.ru/>

ляется как роли высоких цен на нефть, так и результатам экономических реформ, предпринятых в девяностых годах. Приводится опыт стран, которые раньше смогли провести основной пакет экономических реформ и преодолеть трансформационный спад производства и пробуются ответить на вопрос, что из этого опыта следует для России. Следующая, четвертая часть посвящена барьерам предпринимательства и бизнеса, прежде всего на микроуровне, так как плохой предпринимательский и инвестиционный климат кажется главным препятствием на пути экономического развития России и стран СНГ и их интеграции в мировую экономику.

Пятая часть указывает на все еще не решенные проблемы в области макроэкономической политики, прежде всего на противоречивые цели денежной политики и хроническую инфляцию. Эти противоречия могут в будущем, в менее благоприятной внутренней или внешней обстановке, спровоцировать очередной валютный кризис. В связи с этим в шестой части обсуждаются институциональные возможности выхода из этого тупика путем применения одного из двух крайних денежно-курсовых режимов: либо свободно плавающего курса, при нахождении другого номинального якоря, либо отказа от самостоятельной денежной политики путем применения режима *currency board* или введения иностранной валюты.

В течение пяти лет после кризисных событий 1997-1999 годов произошли и серьезные изменения в международной среде. Этому вопросу посвящена седьмая часть нынешней статьи. Наконец, в восьмой части подводятся итоги и делается попытка определить важнейшие выводы для экономической политики России.

Пятая и шестая части основываются на результатах исследования, проведенного автором вместе с Войцехом Пачинским и Лукашем Равдановичем, в рамках проекта Тацис «Российско-Европейский центр экономической политики» (см. Dabrowski, Paczynski and Rawdanowicz, 2002), а также на двух коротких статьях, опубликованных автором в «Ведомостях» (см. Домбровски, 2002а; 2000b).

## **2. Непосредственные последствия кризиса: глубокий шок и быстрое оздоровление**

Финансовый кризис, пиковая фаза которого началась 17 августа 1998 года, затронул все составляющие финансовой системы страны. Почти одновременно произошла вынужденная девальвация рубля (валютный кризис), был объявлен дефолт по большинству финансовых обязательств федерального правительства (долговой кризис), а большинство крупных банков не было в состоянии расплатиться по своим обязательствам как вкладчикам, так и другим кредиторам и партнерам, например, по форвардным контрактам (банковский кризис)<sup>4</sup>. Началась паника на финансовом рынке, усиленная политическим кризисом – отставкой пра-

---

<sup>4</sup> Типология финансовых кризисов подробно обсуждается в Antczak (2000) и Dabrowski (2003).

вительства Кириенко и главы Центробанка Дубинина, проблемами с формированием следующего правительства и, наконец, с левым характером нового правительства Примакова.

В течение нескольких недель рубль обесценился по отношению к доллару США более чем в три раза<sup>5</sup>. Вслед за этим произошел серьезный всплеск инфляции (особенно за счет подорожания импортных товаров), которая достигла трехзначного годового уровня в первой половине 1999 года<sup>6</sup>. В результате девальвации рубля и коррекционной инфляции официальные реальные доходы на душу населения к февралю 1999 года упали на около 30%, в том числе реальные пенсии – на около 50%.

Вынужденный отказ правительства соблюдать свои обязательства по ГКО-ОФЗ нанес решительный удар по ликвидности и платежеспособности большинства крупных банков, до этого уже испытывающих серьезные трудности. Государственные ценные бумаги оказались в данный момент одним из главных банковских активов. В результате банковского кризиса население и предприятия потеряли значительную часть своих финансовых активов. Кроме того, были практически парализованы все расчеты.

Если принять во внимание также потерю как внутреннего, так и внешнего доверия экономической политике, финансовой и денежной системе и российскому государству, кризис не мог не привести к негативным последствиям для реального сектора экономики. На смену небольшому оживлению в 1997 году (рост реального ВВП на 0,9%), пришел очередной раунд спада. ВВП в 1998 году снизился на 4,9%<sup>7</sup>, в том числе во второй половине года на почти 7%. Казалось, что начинается очередная отрицательная спираль, которая может продолжаться несколько лет.

Черные прогнозы на 1999 и последующие годы основывались не только на масштабах чисто экономического шока. Приход к власти левого правительства, возглавляемого Е.М. Примаковым и Ю.Д. Маслюковым, а также повторное назначение В.В. Геращенко главой Центробанка, внушало самые худшие опасения – популистские меры и гиперинфляцию. Тем более, что сначала появились признаки такого поворота в экономической политике: реагируя на кризис, региональные власти усиливали административный контроль за ценообразованием и межрегиональные торговые барьеры, а федеральное правительство обсуждало целесообразность частичного отказа от конвертируемости рубля.

К счастью, черные прогнозы не сбылись. Несмотря на приостановку дальнейших структурных и системных реформ, серьезного отката не произошло. Обошлось левой риторикой. Удалось избежать неконтролируемой денежной экспансии, а бюджетная ситуация даже улучшилась (смотри ниже).

---

<sup>5</sup> Процесс девальвации рубля происходил скачками, с некоторыми поворотами, например временным укреплением в середине сентября 1998 г. Подробнее об этих процессах можно прочитать в Домбровски, Гурски и Ярочиньски (1999).

<sup>6</sup> Самым высоким был годовой показатель инфляции в июле 1999 года – 126%.

<sup>7</sup> Справедливости ради следует отметить, что спад ВВП наблюдался уже с начала 1998 года, т.е. до того, как финансовый кризис достиг апогея в августе 1998 года. Одним из факторов, определяющих эту тенденцию, оказалось падение цен на нефть на мировых рынках.

Возможно, что удалось избежать популистского соблазна из-за быстрого преодоления экономического спада: промышленное производство вновь начало расти со второго квартала 1999 года, а ВВП – со второго полугодия 1999 года. В целом реальный ВВП в 1999 году вырос на 5,4%, с лихвой компенсируя потери 1998 года. Улучшилась также фискальная ситуация – в 1999 году дефицит федерального бюджета составил 1,7% ВВП, что значительно меньше, чем в докризисный период.

Начиная с 2000 года эти положительные тенденции укрепились (смотри следующую часть статьи). Все это позволило многим экономистам заговорить об оздоровительном характере кризиса 1998 года. Насколько такой тезис можно считать оправданным?

Его сторонники указывают в первую очередь на девальвацию рубля. Фактически, если посмотреть на торговый и платежный баланс России, можно отметить его серьезное улучшение в 1999 году по сравнению с 1997-1998 годами. Положительное сальдо товарооборота увеличилось с 15,1 до 34,3 миллиарда долларов США, в первую очередь за счет сокращения импорта на около 30% (экспорт остался на почти том же уровне, что в 1998 году). Соответственно, по сравнению с 1998 годом в 1999 году положительное сальдо текущего счета платежного баланса выросло с около 1 до около 25 миллиардов долларов США<sup>8</sup>.

Из вышесказанного следует, что девальвация помогла заменить часть импорта отечественным производством, особенно в отраслях, ориентированных на потребительский рынок, и в этом смысле помогла улучшить внешнеэкономические балансы страны и помочь переходу экономики на путь экономического роста. Однако она вряд ли помогла экспорту, особенно перерабатывающей промышленности, учитывая зарегистрированный в 1999 году рост экспорта нефти и нефтепродуктов на 4,3 млрд. долларов США, в результате роста мировых цен на нефть.

Обесценивая реальную зарплату, девальвация помогла некоторым предприятиям (в первую очередь тем, которые выиграли на замещении импорта) повысить свою рентабельность и расплатиться с частью долгов по зарплате, перед бюджетом и поставщиками. Относительная роль бартера начала уменьшаться.

Что касается текущего баланса федерального и консолидированного бюджета, то он также выиграл от реального обесценения зарплаты, пенсий, социальных пособий и других номинальных расходов, не подлежащих в России автоматической индексации<sup>9</sup>. Конечно, принятию более сбалансированного бюджета помог и тот факт, что впервые правительство могло рассчитывать на поддержку большинства депутатов Государственной Думы.

Влияние кризиса на государственный долг России было более противоречивым. Принудительная реструктуризация обязательств по ГКО-ОФЗ, вместе с эффектом девальвации рубля<sup>10</sup>, привела к сокращению части государственного долга, деноминированной в рублях с

---

<sup>8</sup> Использовались данные и оценки ОРЭ (разные выпуски).

<sup>9</sup> В отличие, например, от стран Центральной Европы.

<sup>10</sup> Нерезиденты, которые покупали ГКО или ОФЗ в августе 1998 г., смогли получить в марте 1999 года только 7-8 центов от одного вложенного доллара – см. OECD (2000), с. 66 (Box 2).

19,5% ВВП в декабре 1997 года до 16% ВВП в декабре 1999 года (в конце 1998 года соотношение это составляло 28%). Одновременно девальвация привела к существенному росту отношения внешнего долга к ВВП: с 33,5% в декабре 1997 г. до 98% в декабре 1999 года (113% в конце 1998 г.). Совокупный государственный долг составил 114% ВВП в конце 1999 года, что в на тот момент не свидетельствовало о финансовой устойчивости государственных финансов России (OECD, 2000, с. 65).

Частичный дефолт, объявленный 17 августа 1998 г., нанес также тяжелый удар по внешней репутации России, на долгое время закрывая как правительству, так и другим субъектам доступ на международные финансовые рынки. Хотя, с другой стороны, потеря государством доверия сделала невозможным продолжение практики заимствования новых средств для финансирования фискального дефицита, заставив правительство и парламент сбалансировать бюджет.

Отмечая примеры положительных коррективов, внесенных кризисом, особенно девальвацией рубля, надо также вспомнить об этих сферах, где необходимый катарсис не произошел или даже усилились экономические перекосы. И так, в микроэкономической сфере кризис не привел к выходу с рынка (например, в виде банкротства), серьезной реструктуризации или смены владельца крупных убыточных предприятий или банков, нарушающих принципы финансовой безопасности. Нетронутыми оказались и естественные монополии, хотя именно они являлись источником многих микроэкономических патологий, условно названных «виртуальной экономикой» (см. Gaddy and Ickes, 1998). Хуже всего, что девальвация рубля и коррективная инфляция, вместе с продолжением практики административного регулирования цен энергоресурсов и транспортных тарифов, привела к углублению ценовых перекосов. Например, внутрироссийская цена на нефть снизилась с около 60% мировой цены накануне кризиса до 21-25% в 1999 году, а электроэнергетические тарифы с уровня 44 и 75% финских и французских тарифов накануне кризиса до 13-20% в 1999 году (ЦР, 2000, с. 6). В результате в первый послекризисный период усилилось кросс-субсидирование перерабатывающей промышленности производителями энергии за счет дальнейшего финансового истощения последних и, косвенно, потерь федерального бюджета. В последующие годы как относительные цены на энергоресурсы, так и платежная дисциплина были постепенно восстановлены.

Еще сложнее представляется оценка «оздоровляющей» роли кризиса в политической сфере. Несомненно, политический эпизод правительства Примакова «цивилизовал» экономические взгляды левых и «центристских» сил, приближая их к рыночному консенсусу. Некоторые исследователи (например, Åslund, 2001) утверждают, что кризис ограничил богатство и политическое влияние олигархов и губернаторов субъектов федерации. Что касается губернаторов, их политическая роль даже усилилась накануне парламентских выборов 1999 года, а существенная перестройка политических, правовых и фискальных отношений между федеральным центром и субъектами федерации в пользу первого произошла лишь в 2000-2001 годах, после победы Владимира Путина на президентских выборах. В отношении оли-

гархов более убедительным кажется тезис о изменении расстановки сил внутри этой группы и методов осуществления ее политических интересов, чем о потере ею экономической силы и политического значения.

### 3. Источники и перспективы экономического роста и фискальной сбалансированности

История экономического роста и радикального улучшения фискальной ситуации не окончилась в 1999 году. Последующие годы также принесли хорошие макроэкономические показатели (см. таблицу 1). Не подлежит сомнению, что стимулирующая роль девальвации 1998 года постепенно теряла свое значение, по мере того как укреплялся реальный курс рубля (см. график 1).

**Таблица 1. Основные показатели развития российской экономики (изменение за год в %, если не указано иное)**

Показатели	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ВВП	0,9	-4,9	5,4	9,0	5,0	4,3	6,4 I квартал
Промышленное производство	2,0	-5,2	11,0	11,9	4,9	3,7	6,7 март
Инвестиции в основной капитал	-5,0	-12,0	5,3	17,4	10,0	2,6	11,3 март
Инфляция (конец периода)	11,0	84,4	36,5	20,2	18,6	15,1	14,6 апрель
Денежная масса M2 (конец периода)	29,5	36,3	57,2	62,4	40,1	32,3	41,4 январь
Баланс федерального бюджета (% ВВП)	-6,7	-4,9	-1,7	2,5	2,9	1,4	3,2 I квартал
Баланс по текущим операциям (% ВВП)	0,5	0,3	13,5	18,5	11,0	9,6	13,5 I квартал

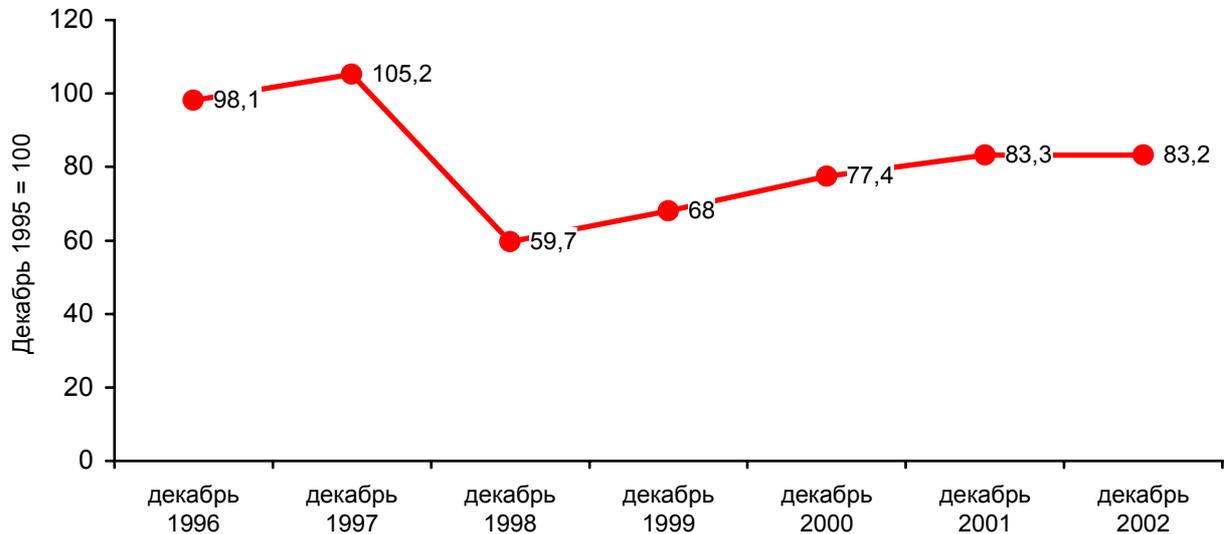
Источник: ОРЭ, № 41, май 2003, с. 2.

В поиске других факторов, определяющих экономический рост в России в последние годы, первым кандидатом являются высокие мировые цены на нефть (см. график 2). Не случайно начало экономического подъема совпало по времени (вторая половина 1999 года) с резким повышением цен на нефть на международных рынках, а его пиковые значения в 2000 году – с превышением ценами на нефть отметки 30 долларов за баррель, а также с улучшением условий торговли (*terms of trade*), связанными с укреплением доллара в отношении евро<sup>11</sup>. Когда цены на нефть в конце 2001 и начале 2002 года упали до около 20 долларов за баррель, темпы экономического роста в 2002 году замедлились до 4,3%. А повторное ускорение темпов роста в первом квартале 2003 года может быть связано с ростом цен

<sup>11</sup> Большинство российского экспорта оплачивается в долларах, а импорта – в евро.

на нефть (до уровня выше 30 долларов за баррель), вызванным всеобщей забастовкой в Венесуэле и иракским кризисом.

**График 1. Реальный обменный курс, взвешенный по торговому обороту (декабрь 1995 г. = 100)**



Источник: ОРЭ, № 41, май 2003.

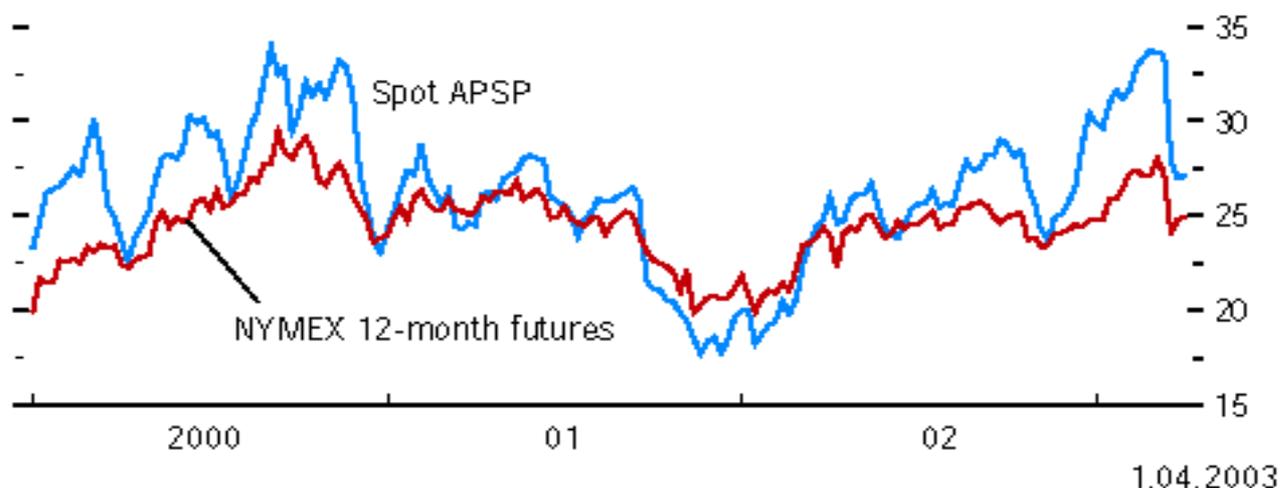
«Обзор мировой экономики» МВФ от апреля 2003 года (WEO, 2003, с. 41-43) формулирует далеко идущий тезис, что рост ВВП и бюджетных доходов в результате высоких цен и растущей добычи нефти маскирует слабость других секторов российской экономики и (если не учитывать нефтяных доходов) ухудшение фискальной сбалансированности (см. график 3). Тот же источник (с. 41-42) подчеркивает замедление темпов роста капиталовложений в 2002 году в результате плохого инвестиционного климата и весьма медленный рост продуктивности (*total factor productivity*): 1,5-2% в среднем в год, что наполовину медленнее, чем в странах, вступающих в Евросоюз<sup>12</sup>. Что касается бюджетной политики, то в обзоре МВФ подчеркивается рост текущих расходов в 2002 году на повышение зарплаты, оборону и национальную безопасность, а также потерь доходов в результате проведения налоговой реформы.

Если с тезисом о частичном «съедании» нефтяных сверхдоходов трудно спорить, то вопрос об источниках экономического роста остается все-таки более сложным. Достаточно посмотреть на высокие темпы развития связи, внутренней торговли, грузового транспорта и других рыночных услуг (см. ИЭПП, 2003, разд. 3), т.е. секторов и отраслей, напрямую не связанных с добычей нефти и других первичных ресурсов, чтобы прийти к выводу, что за быстрыми темпами роста российской экономики стоит не только хорошая конъюнктура на

<sup>12</sup> Пессимистическую оценку роста продуктивности и темпов структурных преобразований дает также ежегодный обзор экономики России, подготовленный авторским коллективом Института экономики переходного периода (ИЭПП, 2003).

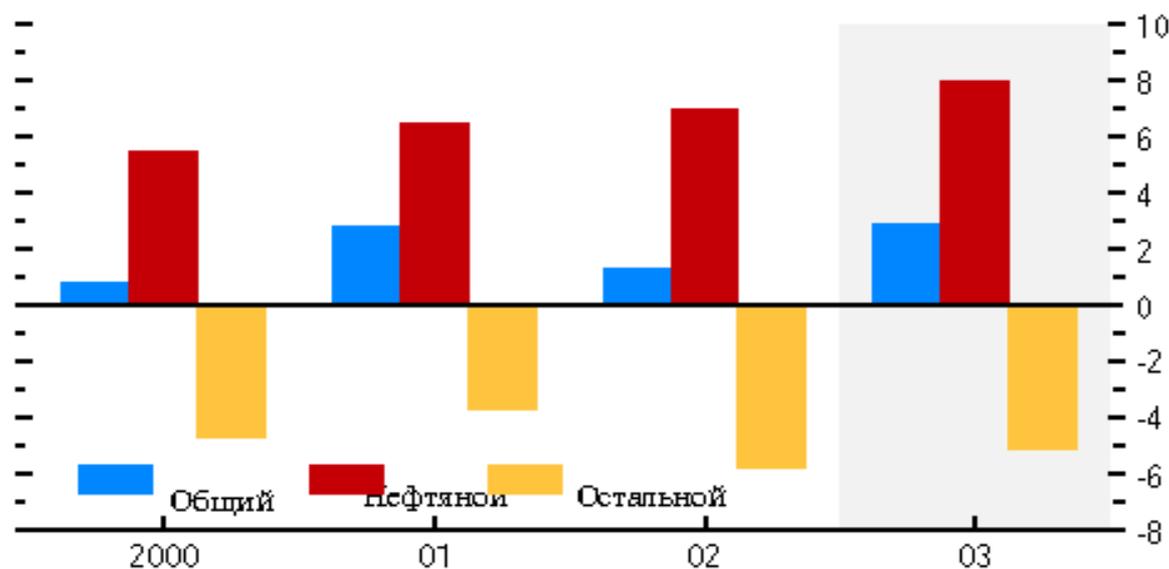
международных рынках энергоресурсов. Кстати, неплохой уровень цен на нефть в середине девяностых сопровождался резким спадом российского ВВП.

График 2. Изменения мировых цен на нефть (2000 – апрель 2003 гг.)



Источник: WEO (2003), с. 50, график 1.16.

График 3. Фискальное сальдо, с учетом и без учета нефтяных доходов (в % ВВП)



Источник: WEO (2003), с. 42, график 1.13.

Из вышесказанного следует вывод, что реформирование российской экономики, несмотря на его недостаточные темпы и недостаточную последовательность (по сравнению, например, со странами Центральной Европы и Балтии), начало, в конце концов, давать свои положительные результаты. Это касается, в первую очередь, эффектов широкомасштабной приватизации.

И несмотря на то, что вопрос о том, в какой степени экономические реформы в России помогли достигнуть высоких темпов роста, является дискуссионным, не подлежит сомнению, что этот фактор имеет решающее значение для продолжения тенденций роста в будущем. Чтобы убедиться в роли, какую играет в переходных экономиках их последовательное реформирование, достаточно посмотреть на историю экономического роста в странах, в которых он начался раньше России (см. таблицу 2).

Особенно интересными кажутся здесь примеры Польши в 1992-2000 годах, Венгрии (1997-2002), Словакии (1994-1998), Словении (1993-2000), Грузии (1995-1997) и Кыргызстана (1996-2001). Во всех этих странах наблюдался достаточно быстрый подъем после трансформационного спада в результате использования простых, неинвестиционных резервов (лучшее использование уже существующих ресурсов и средств производства). Конечно, быстрый рост оказался возможным, прежде всего, благодаря глубине проведенных реформ, хотя в отдельных случаях свою роль сыграли также конъюнктурные факторы (начало добычи и экспорта золота в Кыргызстане) или глубина трансформационного спада (пример Грузии).

В этой первой фазе экономический рост не вызывал обычно проблем с макроэкономической сбалансированностью, так как сопровождался он быстрым увеличением монетизации экономики, бюджетных доходов и улучшением платежного баланса. Однако такие относительно комфортабельные для экономической политики условия не были вечными. Обычно, после 3-5 лет, если не появлялся новый импульс для развития, например, мощный приток прямых иностранных капиталовложений или «второе поколение реформ», темпы роста начинали затухать или попытка их продолжать была связана со значительным усугублением макроэкономического неравновесия. Пока лишь только нескольким странам (это касается в первую очередь балтийских стран, а также Азербайджана, Армении и Албании) удалось избежать более серьезного кризиса посттрансформационного роста<sup>13</sup>.

Если посмотреть на перспективы экономического роста России, то, учитывая сравнительный опыт других стран с переходной экономикой, надо сделать два принципиальных замечания. Во-первых, продолжительность (8 лет) и глубина (около 45%) трансформационного спада наводит на гипотезу, что в российской экономике сохранилось еще достаточно много простых резервов роста. Однако, и это есть второе замечание, возможность использования этих резервов во многом зависит от устранения существующих барьеров развития, среди которых надо особенно подчеркнуть:

- недостаточную интегрированность в мировую и европейскую экономику;
- монокультурный экспорт;
- плохой предпринимательский и инвестиционный климат.

---

<sup>13</sup> Хотя и эти страны испытывали кратковременные замедление темпов развития: Албания в результате серьезнейшего финансового и политического кризиса 1996-1997 годов, Армения и страны Балтии – в результате российского кризиса 1998 года.

**Таблица 2. Темпы роста реального ВВП в странах с переходной экономикой (% к предыдущему году), 1995-2002**

Страна	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Новые члены ЕС								
Венгрия	1,5	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8	3,3
Латвия	-0,8	3,7	8,4	4,8	2,8	6,8	7,9	6,1
Литва	3,3	4,7	7,3	5,1	-3,9	3,8	5,9	5,9
Польша	6,8	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	1,0	1,3
Словакия	6,5	5,8	5,6	4,0	1,3	2,2	3,3	4,4
Словения	4,9	3,5	4,6	3,8	5,2	4,6	3,0	2,9
Чехия	5,9	4,3	-0,8	-1,0	0,5	3,3	3,1	2,0
Эстония	4,3	3,9	9,8	4,6	-0,6	7,1	5,0	5,0
Страны Юго-Восточной Европы								
Албания	8,9	9,1	-7,0	7,9	7,3	7,8	6,5	4,7
Болгария	-1,8	-8,0	-5,6	4,0	2,3	5,4	4,0	4,0
Босния и Герцеговина	16,4	60,8	30,4	15,6	9,6	5,6	4,5	3,9
Македония	-1,1	1,2	1,4	3,4	4,3	4,5	-4,1	0,1
Румыния	7,3	3,9	-6,1	-4,8	-1,2	2,1	5,7	4,9
Сербия и Черногория				2,5	-18,0	5,0	5,5	4,0
Хорватия	6,8	6,0	6,8	2,5	-0,9	2,9	3,8	5,0
Страны СНГ								
Азербайджан	-11,8	1,3	5,8	10,0	7,4	11,1	9,9	10,6
Армения	6,9	5,9	3,3	7,3	3,3	6,0	9,6	12,9
Беларусь	-10,4	2,8	11,4	8,4	3,4	5,8	4,7	4,7
Грузия	2,6	10,5	10,6	2,9	3,0	1,9	4,5	5,4
Казахстан	-8,3	0,5	1,6	-1,9	2,7	9,8	13,5	9,5
Кыргызстан	-5,8	7,1	9,9	2,1	3,7	5,4	5,3	-0,5
Молдова	-1,4	-5,9	1,7	-6,5	-3,4	2,1	6,1	7,2
Россия	-4,2	-1,0	1,8	-4,9	5,4	9,0	5,0	4,3
Таджикистан	-12,5	-4,4	1,7	5,3	3,7	8,3	10,2	7,5
Туркменистан	-7,2	-6,7	-11,3	7,0	16,5	18,0	20,5	
Украина	-12,2	-10,0	-3,0	-1,9	-0,2	5,9	9,2	4,6
Узбекистан	-0,9	1,6	2,5	2,1	3,4	3,3	3,8	2,8

Источник: МВФ (WEO, 2003, с. 181, табл. 7).

На первый взгляд агрегатные данные по структуре внешней торговли России выглядят совсем неплохо: в 2000 году 35% российского экспорта направлялось в страны Евросоюза (данные МВФ, на основе Åslund and Warner, 2003). Однако тут надо учесть три дополнительных факта. Во-первых, в странах Центральной Европы, Балтии и Балкан это доля в среднем приблизительно в два раза выше. Во-вторых, более двух третей стоимости российского экспорта — это нефть и нефтепродукты, природный газ, черные и цветные металлы о низкой степени переработки. В-третьих, российская экономика вообще принадлежит к

группе относительно закрытых: в 1999 году доля экспорта в ВВП составляла 17% в расчетах по текущему обменному курсу, а только 7% – по паритету покупательной способности (см. Åslund and Warner, 2003). В результате российская экономика не имеет шансов получить от внешней торговли настолько мощный толчок к структурным преобразованиям и модернизации, как в случае стран Балтии или Центральной Европы.

Товарная монокультурность российского экспорта делает его сильно уязвимым в отношении колебаний конъюнктуры на мировых энергетических и сырьевых рынках.

Ответственность за низкий уровень интеграции российской экономики с мировой и европейской экономикой несет как торговая и структурная политика самой России, проявляющаяся в сильно опоздавшем процессе вступления во Всемирную торговую организацию (в результате сопротивления разных отраслевых лобби, например в автомобилестроении), так и сильный торговый протекционизм Евросоюза (см. Åslund and Warner, 2003).

**Таблица 3. Прямые иностранные капиталовложения в переходные экономики (в млн. долларов США, накопительным итогом, 2002 год)**

Страна	Общая сумма	На душу населения
Чехия	37.000	3.603
Словакия	10.000	1.859
Венгрия	27.000	2.659
Польша	46.000	1.191
Словения	5.500	2.754
Центральная Европа	125.500	1.890
Албания	1.000	288
Болгария	4.400	564
Румыния	8.600	383
Хорватия	7.700	1.738
Македония	900	440
Босния и Герцеговина	700	187
Сербия и Черногория	1.600	193
Юго-Восточная Европа	24.900	476
Эстония	3.600	2.647
Латвия	3.000	1.282
Литва	3.600	1.040
Балтийские страны	10.200	1.425
Россия	25.000	174
Украина	5.000	104
Беларусь	1.400	140
Молдова	700	193
Европейские страны СНГ	32.100	156

Источник: WIIW-WIFO Database.

Еще хуже выглядит статистика прямых иностранных капиталовложений на душу населения (см. таблицу 3). Если учесть, что часть формально «иностранных» инвестиций это фактически возврат российского капитала из оффшорных зон, а главный поток настоящего западного капитала направляется в сырьевой и энергетический сектор, дело выглядит совсем плохо. Здесь снова можно говорить об последствиях низкой степени институциональной интеграции России в мировую экономику (пока нерешенный вопрос о вступлении в ВТО), однако намного важнее проанализировать внутренние барьеры предпринимательства.

#### **4. Предпринимательский и инвестиционный климат**

Плохой предпринимательский и инвестиционный климат является общей болезнью бывших советских республик, за исключением стран Балтии. Об этом свидетельствуют различного типа международные рейтинги, опросы и исследования, проводимые Всемирным банком, Европейским банком реконструкции и развития и негосударственными организациями типа Transparency International и Freedom House, а также отдельными исследователями. Согласно этим сравнительным анализам, страны СНГ, в общем, отстают от стран Центральной Европы и Балтии (см. график 4), а по многим характеристикам (например, показатели коррупции) напоминают развивающиеся страны с низким уровнем дохода на душу населения.

Понятие предпринимательского и инвестиционного климата является очень емким, позволяющим обсуждать практически любые характеристики экономической политики, экономической, институциональной и правовой системы и даже конституционного строя. Ограниченные рамки данной статьи заставляют меня сконцентрироваться на обозначении некоторых ключевых вопросов, таких как:

**1. Барьеры входа на рынок.** Здесь речь идет прежде всего о упрощении регистрационного и лицензионного режима, а в связи с этим ускорения и удешевления процесса создания новых предприятий, особенно физическими лицами. В результате тех и других барьеров российская экономика испытывает структурный недостаток малых и средних предприятий (см. график 5), что обычно является серьезным препятствием на пути экономического роста<sup>14</sup>.

**2. Правовая система,** ее соответствие принципам открытой рыночной экономики, стабильность и прозрачность. Очевидно, что многие российские законы и подзаконные акты, особенно в сферах, косвенно связанных с деловой активностью (например, административная система и уголовный кодекс), до сих пор сохраняют многие реликты советской системы.

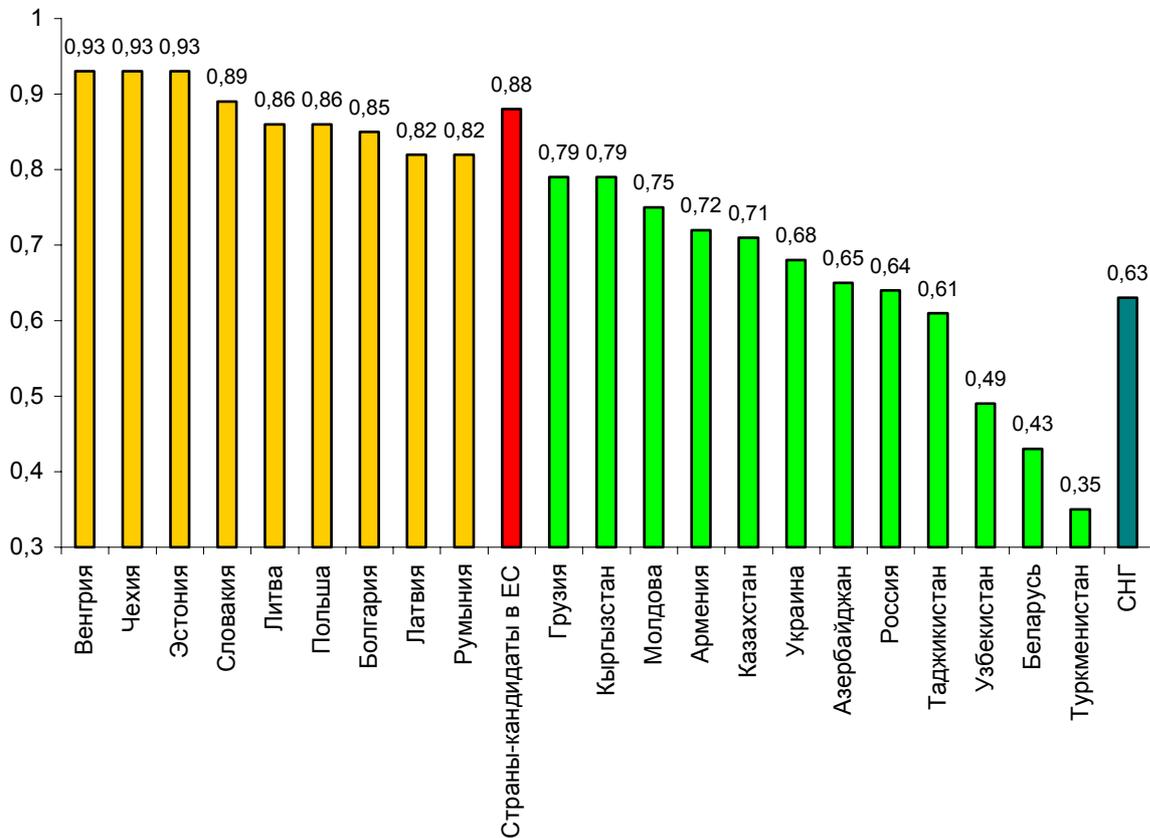
**3. Исполнение законов** в соответствии с их содержанием, эффективная защита прав собственности всех экономических субъектов, включая иностранных физических и юридиче-

---

<sup>14</sup> Другое мнение высказывают по этому вопросу Андерс Ослунд и Питер Бун, которые подчеркивают особую и положительную роль крупных корпораций (конгломератов) в развитии российской экономики (см. Åslund and Boone, 2002)

ских лиц. Если качество многих составляющих материального законодательства уже соответствует международным стандартам, то болезненной точкой Росси и других стран СНГ являются слабости его практического применения.

График 4. Индекс структурных реформ

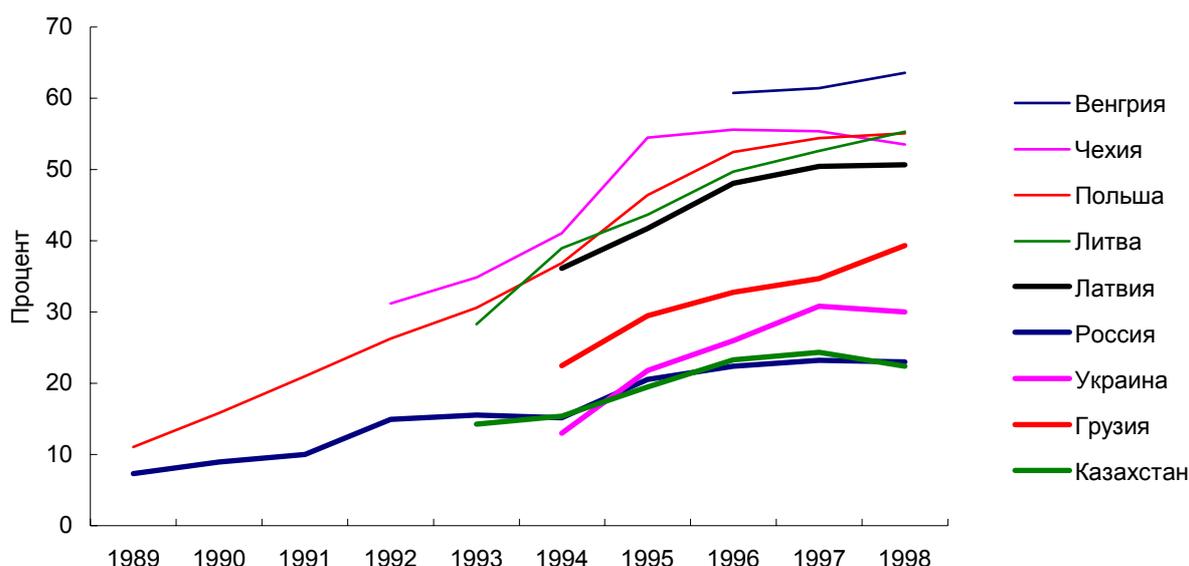


Шкала от 0 до 1. Сводный индекс структурных реформ составлен в 73% из индекса, представляющего прогресс в области либерализации, и в 27% из индекса, представляющего прогресс приватизации.

Источник: Åslund and Warner (2003).

**4. Низкое качество государственных институтов**, в том числе госслужбы и судебной системы. В странах демократического капитализма именно государственная администрация и суды обязаны защищать права граждан и экономических субъектов. До тех пор, пока госаппарат и судебная система не перестанут использоваться в интересах отдельных олигархических групп или политической борьбы против бизнеса, не будут прекращены «олигархические войны» или «наезды» против отдельных предпринимателей (смотри ниже), в сознании потенциальных инвесторов сохранится боязнь экспроприации («передела собственности»), в результате чего они будут либо вообще воздерживаться от инвестиций в России, либо закладывая в оценку инвестиционных проектов очень высокие коэффициенты риска.

**График 5. Доля добавленной стоимости на малых предприятиях (<50 работников), 1989 – 1998**



Источник: Всемирный банк.

Крупные предприниматели и международные корпорации могут пробовать избежать сомнительных услуг российского правосудия путем предусмотрения в заключаемых договорах компетенции иностранных судов в решении договорных или имущественных споров. Для среднего и мелкого предпринимателя этот путь недоступен и он вынужден либо давать взятки чиновникам (судьям), либо пользоваться услугами преступного мира при решении хозяйственных конфликтов (стихийная приватизация услуг правосудия и правопорядка).

**5. Налоговая система и налоговое администрирование.** Несмотря на серьезные сдвиги в реформировании налоговой системы, особенно прямых налогов (где Россия оказалась лидером среди европейских стран), задача далека еще от завершения. Система региональных и местных налогов и сборов пока не вполне концептуально согласована с федеральными налогами (каскадность косвенного налогообложения). Система сбора и возврата НДС пока также не отвечает западным стандартам. Однако самой большой проблемой является система налоговой администрации, с одной стороны – неэффективная в исполнении своих чисто фискальных функций (об этом свидетельствуют размеры теневой экономики и уклонения от уплаты налогов), с другой стороны – продолжающаяся практика произвольного отношения к налогоплательщику, который не имеет достаточных средств для своей правовой и фактической защиты.

**6. Качество финансового сектора и финансовых услуг** остается плохим и в этой сфере Россия отстает не только по сравнению с высокоразвитыми странами, но и со странами Центральной Европы и Балтии. Крах финансовой системы в августе 1998 года не был использован для коренной перестройки этого сектора, так как это сделала, например, Болгария после своего банковского кризиса 1996 года. Не удалось вывести из сектора ненадежных собственников, во многом виновных в случившемся в августе 1998 года. Издержки рест-

руктуризации и санации банков обременили в основном вкладчиков и клиентов, а частично также ЦБРФ. Одновременно многие акционеры обанкротившихся банков успешно вывели свои активы в другой бизнес. Продолжающиеся около десяти лет административные барьеры выхода иностранных банков на российский рынок не позволили использовать самый надежный путь реструктуризации – путем привлечения первоклассных международных банковских корпораций. Несмотря на рост доверия к рублю и рост сбережений в 2000-2003 годах, российские банки не считаются надежным партнером для международного бизнеса, что является, кстати, одной с причин ограниченного притока прямых иностранных капиталовложений в российскую экономику.

**7. Недоразвитие и монополизированность инфраструктуры** серьезно повышает издержки и ограничивает шансы развития многих отраслей. Это касается, например, секторов, сильно зависящих от железнодорожного транспорта.

Однако в диагнозе барьеров предпринимательства нельзя останавливаться на определении вышеуказанного, своего рода «классического» перечня проблем. Надо сделать шаг дальше и попробовать выявить политические факторы, определяющие плохой предпринимательский и инвестиционный климат. Мне кажется, что по крайней мере следующие обстоятельства играют здесь серьезную роль:

- политическая неорганизованность среднего класса;
- слабость институтов гражданского общества и независимых средств массовой информации (большинство из них подчиняется либо государственной власти, либо отдельным «олигархам»);
- симбиоз части бизнеса (особенно крупного) с политикой и государственным аппаратом. Многие предприниматели заинтересованы, скорее всего, игрой с государством в поиске ренты, а не конкуренцией на рынке, особенно международном. В результате мы получаем такие негативные явления, как олигархизация и политическая коррупция;
- неизбежным последствием вышеуказанного симбиоза становится паразитическая эксплуатация бизнеса коррумпированными чиновниками;
- чрезмерная милитаризация российского государства, одним из негативных последствий которой являются чрезмерные полномочия правоохранительных органов, которые оказались в «авангарде» репрессивного и коррумпированного поведения по отношению к бизнесу.

## **5. Борьба с инфляцией: незавершенная задача**

Современная экономическая наука единодушна в утверждении, что низкая инфляция способствует устойчивому экономическому росту в средней и долгосрочной перспективе. Стабильные цены стимулируют высокий уровень отечественных сбережений и помогают упразднить разнообразные механизмы индексации, укрепляющие инфляционную инерцию и ограничивающие микроэкономическую гибкость. Кроме того, они содействуют стабильности

финансовой системы и снижению риска возникновения финансового кризиса. Поэтому центральные банки в большинстве стран считают достижение низкой инфляции (оптимально – в пределах 0-2% в год) своей приоритетной задачей.

В течение 10 лет экономической трансформации Россия достигла замечательного прогресса в борьбе с инфляцией. Годовые темпы роста индекса потребительских цен снизились с четырехзначного уровня в начале девяностых годов и трехзначного после финансового кризиса 1998 года до 18,6% в декабре 2001 года, 15,1% в декабре 2002 года и 13,9% в конце июня 2003 г. Однако российская инфляция превышает уровень, наблюдаемый не только в высокоразвитых странах, но также в других странах с переходной экономикой. Среди этих последних Россия заняла в конце 2001 года 22 место, опережая только Узбекистан, Румынию и Беларусь. Не лучше выглядела ситуация и в 2003 году.

Эмпирические исследования показывают, что темпы роста потребительских цен в России достаточно хорошо объясняются (по крайней мере, в средней и долгосрочной перспективе) темпами роста денежных агрегатов (см. Dabrowski, Poczynski and Rawdanowicz, 2002). В свою очередь, если посмотреть на источники денежной экспансии, до 1999 года однозначно «виновным» был бюджетный дефицит, в той или иной мере финансируемый ЦБРФ. Начиная с 2000 года ситуация резко изменилась. Высокие цены на нефть и другие природные ресурсы, а также дисциплинирующие меры в области фискальной политики и фискального управления помогли достичь бюджетного профицита (см. раздел 3 и **таблицу 1**). Однако денежная масса продолжает расти быстрыми темпами, на этот раз из-за быстрого увеличения чистых внешних активов (валютных резервов) ЦБРФ.

Несомненно, после кризиса 1998 года ЦБРФ вынужден был восстановить свои валютные резервы, а также накопить средства для погашения внешнего долга, в том числе собственных заимствований у МВФ. Однако есть разумные границы такой политики. Тем более, что быстрые темпы роста валютных резервов уже давно не определяются желанием их дальнейшего увеличения. Судя по всему, ведущей целью политики ЦБРФ в 2001-2002 годах было стремление не допустить номинального укрепления курса рубля.

В 1999-2000 годах существовали определенные возможности для неинфляционного наращивания валютных резервов. Оно было связано с восстановлением спроса на рубль (ремонетизация экономики), подорванного в результате августовского кризиса 1998 года. Однако этот ресурс не является неограниченным. Тем более, что в 2001-2002 годах ЦБРФ реализовал политику ползучей девальвации рубля к доллару США. Это дополнительно усугубило конфликт между стремлением к дальнейшему снижению инфляции и одновременной защитой интересов экспортного лобби.

Международный опыт убедительно показывает, что в условиях открытой экономики и свободного движения капитала невозможно одновременно управлять денежной массой и валютным курсом. Тем более, если обе составляющие денежной политики подчинены противоречащим друг другу: первая – снижению инфляции, а вторая – поддержке экспорта. В таких условиях любой центральный банк не в состоянии эффективно «стерилизовать» из-

лишки денежной базы, быстро растущей в результате его же интервенций на валютном рынке. Кроме того, политика стерилизации быстро приводит к финансовым потерям центрального банка (а впоследствии и бюджета), а зарабатывают на ней только рыночные спекулянты.

Однако самый важный аргумент заключается в том, что фактическая польза от такой политики для самих экспортеров является очень сомнительной. С одной стороны, обесценивание национальной валюты приводит (посредством механизма формирования импортных и экспортных цен) к дополнительному инфляционному толчку. Такой же импульс получается и вследствие роста денежной базы, возникающего в результате интервенции на валютном рынке (покупка валюты). Повышенная инфляция «съедает» эффекты номинальной девальвации: реальный курс отечественной валюты укрепляется, несмотря на изменения в номинальном курсе. В этом уже убедились страны, которые много лет пытались одновременно бороться с инфляцией и поддерживать экспортеров путем механизма «ползущей привязки» (Израиль, Чили, Польша и Венгрия).

Какие выводы следует сделать, анализируя эти неудавшиеся попытки?

Во-первых, денежная политика должна быть подчинена осуществлению только одной цели – достижению стабильного уровня цен, т.е. борьбе с инфляцией. Стимулирование экономического роста и повышение внешней конкурентоспособности не может находиться в сфере ответственности центрального банка. Это, прежде всего, – задача правительства и проводимой им политики структурных, налоговых, социальных, административных и других реформ, способствующих снижению микроэкономических издержек предпринимательской деятельности.

Во-вторых, в условиях открытой экономики денежная политика не в состоянии повлиять на реальный валютный курс. Здесь, скорее всего, есть определенное поле для действий фискальной политики (см. Rostowski, 2000). Например, бюджетный профицит и погашение внешних долгов (политика, проводимая правительством России в 2001-2003 годах) может несколько замедлить рост валютных резервов и способствовать стерилизации денежной базы (сокращение задолженности правительства перед центральным банком).

В-третьих, эффективная денежная политика может использовать только один инструмент: либо процентные ставки, либо валютный курс. В первом случае получается режим свободно плавающего валютного курса и самостоятельной денежной политики, ориентированной или на непосредственное регулирование уровня инфляции (*direct inflation targeting*), или на достижение определенных промежуточных показателей (например, темпы роста денежных агрегатов). Второй вариант, в своем крайнем воплощении, – это фиксированный навсегда валютный курс и отказ от национальной денежной политики. Второй вариант мог бы иметь, в случае России, форму либо *currency board*, либо одностороннего введения одной из главных валют (доллара или евро).

Стоит ли сохранять гибридный режим, т.е. одновременно контролировать процентные ставки и валютный курс? Международный опыт показывает, что, в лучшем случае, такого

рода компромисс делает денежную политику непрозрачной и неуправляемой. В худшем варианте он может спровоцировать очередной валютный кризис.

Поэтому все большее число стран стремится к одному из крайних вариантов. Денежная политика большинства высокоразвитых стран – США, Канады, Австралии, Новой Зеландии, Великобритании, Японии, Швейцарии, Европейского центрального банка – нацелена на самостоятельное достижение низкого уровня инфляции (обычно в пределах 0-2%), а курсы их валют свободно плавают по отношению друг к другу. За последние годы к этой группе присоединились такие страны, как Чили, Бразилия, Израиль, а в Центральной Европе – Чехия, Польша и Венгрия. С другой стороны, двенадцать стран-членов Европейского Союза создало Экономический и денежный союз, а также совместную валюту – евро. Через несколько лет к этой зоне присоединятся новые члены ЕС. Некоторые из стран нашего региона уже фактически принадлежат к зоне евро: Эстония, Литва, Болгария и Босния через механизм *currency board*, а в Черногории и Косово евро введено в обращение в качестве легального платежного средства. Похожие примеры присоединения к долларовой зоне можно отметить в Латинской Америке и Азии.

## **6. Как избежать валютного кризиса в будущем?**

России не избежать выбора в пользу одного из вышеописанных «чистых» вариантов денежного режима, так как сохранение нынешней гибридной системы чревато растущей неэффективностью борьбы с инфляцией, а в крайнем случае – опасностью нового валютного кризиса.

Первый вариант (сохранение самостоятельной денежной политики) позволяет сохранить валютный курс как инструмент абсорбции шоков, например, во внешней торговле. И хотя в условиях свободного движения капитала денежная политика не имеет возможности непосредственно влиять на реальный курс, все-таки можно ожидать, что свободно плавающий номинальный курс будет соответствующим образом реагировать на изменения в условиях торговли или финансового рынка. Кроме того, он также позволяет центральному банку сохранить функцию «кредитора последнего шанса» (*lender of last resort*) в отношении коммерческих банков в случае возникновения у них кризиса ликвидности.

С другой стороны, очень непросто перспективы самостоятельной денежной политики и свободно плавающего курса в стране, у которой свежа память о высокой инфляции, а теперь она сталкивается с серьезными проблемами по преодолению инерции инфляции, которая удерживается на уровне двухзначного числа. Низкая монетизация и всеобщая долларизация российской экономики являются доказательством ограниченного доверия к рублю, даже несмотря на его относительно стабильный курс к доллару/евро и очень хорошие макроэкономические показатели. Предприятия имеют проблемы с заимствованием в национальной валюте на длительный срок. Россия, как и другие страны с переходной экономикой, — это не США, Еврозона, Япония, Англия, Швейцария, Канада или другие высокоразвитые

страны, где национальная валюта пользуется высоким доверием населения и экономических субъектов, а среди политиков никто серьезно не думает об использовании инфляционных толчков для стимулирования экономического роста. В нашей части Европы разного рода макроэкономический популизм пока еще не исчез, а идеи устойчиво низкой инфляции и полностью независимого центрального банка не пользуются всеобщей поддержкой.

Как показывает опыт стран с переходной экономикой, которые избрали путь самостоятельной денежной политики (особенно Польши), снижение инфляции с хронически двухзначных чисел до низкого уровня, сравнимого со странами Западной Европы, требует нескольких лет очень высоких номинальных и реальных процентных ставок, что, разумеется, отрицательно сказывается на темпах экономического роста. А это, в свою очередь, вызывает ответную реакцию популистских политиков, настроенных против как последовательной антиинфляционной политики, так и независимости центрального банка. Даже при достижении стабильной инфляции на низком уровне инфляционные и девальвационные ожидания не исчезают сразу (что отражено, между прочим, в сильной долларизации активов и пассивов банковской системы), а процентные ставки остаются относительно высокими.

Если, несмотря на указанные трудности, Россия решила бы все-таки двигаться по пути самостоятельной денежной политики, необходимо выполнить ряд условий. Во-первых, надо укрепить правовую независимость ЦБРФ от органов как исполнительной, так и законодательной власти. Пока статус ЦБРФ отстает от западных стандартов, особенно Европейского центрального банка. Во-вторых, надо быстро идти в сторону плавающего курса рубля, так как при нынешнем гибридном режиме возможность влияния ЦБРФ на ликвидность в экономике весьма ограничена. Такой маневр легче провести в условиях хорошей конъюнктуры и положительного сальдо платежного баланса.

Во третьих, надо сделать выбор конкретной стратегии самостоятельной денежной политики. Самый модный в современном мире вариант, т.е. непосредственная инфляционная цель (*direct inflation targeting*), технически очень сложен и вряд ли удалось бы его быстро применить в российских условиях, по крайней мере, в чистом виде. Скорее всего, надо бы подумать о контроле денежных агрегатов как промежуточной цели денежной политики.

Посмотрим теперь на противоположный вариант. Навсегда зафиксированный валютный курс должен способствовать быстрому снижению инфляции и процентных ставок к уровню, близкому соответствующим уровням страны валюты-якоря. Он должен дать сильный толчок развитию внешней торговли и притоку иностранных инвестиций (благодаря снижению трансакционных издержек) и в результате – экономическому росту. Однако его самым важным преимуществом является снятие с политической повестки дня раз и навсегда вопросов денежной эмиссии, что, в свою очередь, должно способствовать радикальному снижению макроэкономических рисков.

В рамках данной стратегии есть два основных варианта. Первый из них — это механизм *currency board*, когда страна формально сохраняет свою денежную единицу, центральный банк как эмиссионный центр (хотя он фактически выполняет функцию только лишь обменно-

го пункта) и возможность получать эмиссионный доход (*seigniorage*) от размещения валютных резервов на международных рынках. Критическая проблема — это вопрос устойчивости такого механизма и доверия экономических субъектов, опасений, что вдруг кто-то захочет отменить его или поменять фиксированный обменный курс. Международный опыт показывает как примеры *currency boards*, пользующихся полным доверием (Эстония), так и серьезных сомнений финансовых инвесторов в устойчивости этого механизма (Аргентина в 2000-2001 гг.). В последнем случае все вышеуказанные преимущества *currency board* будут потеряны, и не пользующийся доверием курсовой режим сам окажется источником макроэкономической дестабилизации.

В России нет гарантии, что *currency board* будет пользоваться полным доверием. Учитывая печальный опыт прошлого, а также недавние события в Аргентине, как финансовые рынки, так и население России могут не поверить, что это решение серьезно и навсегда, что через несколько лет политики не захотят манипулировать этим инструментом.

В связи с этим надо рассмотреть более радикальный вариант, т.е. введение доллара или евро как официального денежного средства в России. Он был бы на практике необратимым, снимая все проблемы, связанные с доверием к новой денежной системе. Он позволил бы достичь, быстрее и надежнее, номинальную конвергенцию (т.е. снизить уровень инфляции и процентных ставок), а также решить проблему валютной субституции. Однако, в отличие от *currency board*, теряются эмиссионная прибыль и собственная денежная единица.

Присоединение к одной из главных валют нуждается в решении нескольких вопросов:

**Во-первых**, у ЦБРФ должно быть достаточно чистых валютных резервов для проведения полного обмена рублевой наличности на доллары или евро. Начиная с лета 2001 года, это условие уже выполнено,.

**Во-вторых**, надо выбрать конкретную валюту, и это может оказаться самой сложной проблемой. Американский доллар является главной валютой российского экспорта, сделок на финансовом рынке, а также популярным средством платежа и частных сбережений населения России. Значение евро более серьезно в импорте. Выбор в пользу доллара поддерживала бы также историческая корреляция между ценами на нефть и силой этой валюты (хотя нет убедительных доказательств, что эта взаимосвязь будет удерживаться в будущем). В свою очередь значение евро в международной, особенно европейской, торговле будет усиливаться в связи с предстоящим расширением Евросоюза. Если Россия серьезно думает о будущей тесной интеграции с Евросоюзом, выбор европейской валюты помог бы переориентировать экономику в этом направлении.

**В-третьих**, кроме выбора валюты необходимо будет определить конкретный курс обмена, что нуждается в оценке долгосрочного курса равновесия.

**В-четвертых**, нужно ускорить процесс реструктуризации и санации российского банковского сектора. Однако эту задачу надо решить независимо от режима денежной политики. В варианте отказа от самостоятельной денежной политики можно дополнительно создать

фонд поддержки банковской системы как государственный или межбанковский институт, выполняющий функцию «кредитора последнего шанса».

Отсутствие национальной денежной политики повысит также спрос на надежную бюджетную политику и структурные реформы.

## **7. Изменения в международной среде**

В течение пяти лет, которые прошли с времен азиатского, российского и бразильского кризисов серьезно поменялись международные финансовые рынки и международные финансовые институты. И хотя этот период не был вполне свободным от эпизодов очередных финансовых кризисов (Турция, Аргентина), они имели более изолированный характер, без последующего эффекта «заражения» и широкомасштабной паники на мировых рынках. Финансовые инвесторы, так сильно критикованные в конце девяностых за свое «стадное» поведение, отсутствие профессионализма в анализе «восходящих рынков» (*emerging markets*) и готовность идти на слишком рискованные сделки, кажется, извлекли серьезные уроки из своих поражений.

В общем, уровень финансовых вложений в «восходящие рынки», особенно краткосрочного, спекулятивного характера, резко сократился. Повысился спрос на независимые, профессиональные анализы развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Вместо «стадных» реакций и упрощенного, регионального подхода (если произошел кризис в стране «А» на всякий случай инвесторы уходят также из стран-соседей или стран с похожими параметрами) мы имеем дело с более индивидуализированным, углубленным анализом и более осторожными, «консервативными» решениями (касающимися как «входа», так и «выхода» из страны). В результате турецкий кризис не спровоцировал эффекта «заражения» в Юго-Восточной Европе или на Ближнем Востоке, а аргентинский кризис – в Латинской Америке. Еще раз оказалось, что действия рыночных субъектов могут быть рациональными, а призывы многих аналитиков, инвесторов и политиков к углубленному институциональному регулированию международных финансовых рынков (см., например, Soros, 1999) оказались беспредметными.

Произошли и достаточно глубокие изменения в работе международных финансовых организаций, прежде всего – МВФ. В первую очередь, произошли радикальные изменения в степени открытости решений, анализов и документов МВФ. Если раньше (до 1997 года) большинство из них носило закрытый характер (конфиденциальный или даже секретный), то теперь практически все документы, анализы и решения Совета директоров этой организации можно найти на ее Интернет-сайте. То же самое касается и Всемирного банка.

МВФ начал также интенсивно заставлять своих членов принимать Специальные стандарты распространения данных, повышающие прозрачность и степень унифицированности национальных статистических данных. То же самое касается распространения специальных

стандартов поведения в сфере фискальной политики и в банковском секторе и регулярного мониторинга соблюдения этих правил в отдельных странах.

Пока не завершена дискуссия на предмет оптимальной реакции МВФ на угрозу кризиса в отдельных странах. Сторонники роли МВФ как международного «кредитора последнего шанса» выступают за возможность быстрого предоставления больших пакетов финансовой помощи странам, находящимся под угрозой кризиса, чтобы предотвратить опасность паники на международных рынках и эффекта «заражения» (см. Sachs, 1999). Однако это несет за собой опасность стимулирования чрезмерно рискованного, безответственного поведения (*moral hazard*) как правительств стран-членов МВФ, так и финансовых инвесторов<sup>15</sup>.

В последние годы МВФ разрабатывает новые процедуры реструктуризации государственного долга, т.е. фактически процедуры банкротства государства (см. Krueger, 2002), в надежде усилить фискальную дисциплину государств-членов.

При этом надо отметить, что, начиная с 2000 года, Россия приостановила заимствование в МВФ и начала погашать свою задолженность перед этой организацией. Снизилось также заимствование во Всемирном банке, который стал более активным в сфере технической помощи.

## **8. Заключительные выводы**

Последствия российского кризиса не оказались так катастрофическими, экономически и политически, как можно было ожидать летом и осенью 1998 года. Удалось избежать популистского поворота в макроэкономической политике и гиперинфляции. Более того, левое правительство фактически провело в 1999 году фискальную консолидацию, чего не удавалось сделать до этого, из-за отсутствия про-правительственного большинства в Государственной Думе. Уже три квартала после кризиса начался экономический подъем.

Вопрос, насколько сам по себе кризис, особенно глубокая девальвация рубля, помог «расчистить» поле для экономического роста, остается спорным. Если девальвация создала толчок для роста российской экономики, он был относительно кратковременным (1999-2000 годы) и касался в первую очередь импортозамещения. Он также помог в фискальной консолидации 1999 года. Однако потом на смену пришли благоприятные внешнеэкономические условия, в первую очередь один из длинейших за последние двадцать лет периодов высоких мировых цен на нефть. Спорной остается также влияние третьего фактора – результатов рыночных реформ, проведенных в течение девяностых годов и после 2000 года. Несмотря на скептические оценки темпов и последовательности реформирования российской

---

<sup>15</sup> Многие аналитики считают, что крайне рискованное поведение многих инвесторов на «восходящих рынках», в том числе в России в середине девяностых годов было именно вызвано их уверенностью, что страны «Большой семерки», МВФ и Всемирный банк не откажут в финансовой поддержке странам, находящимся под угрозой кризиса.

экономики, нельзя полностью отрицать его положительную роль в преодолении многолетнего спада и выходе на нынешнюю траекторию роста.

Даже сторонники тезиса о роли кризиса 1998 года как своего рода «катарсиса» не должны забывать о его огромных издержках: потери репутации на долгое время на международных финансовых и инвестиционных рынках, потери вкладчиков, параличе банковской системы и фондового рынка и т.п.

Несмотря на определенное ускорение процесса структурных и институциональных реформ после парламентских выборов в декабре 1999 года, их темпы остаются неудовлетворительными и нет уверенности, что они в состоянии создать достаточный задел для дальнейшего роста, особенно если цены на нефть вдруг снизятся. При таком неблагоприятном сценарии внешнеэкономических событий не можно исключить и серьезного ухудшения фискальной ситуации, а также платежного баланса, в результате чего радикально повысилась бы опасность нового финансового кризиса.

Успехи во введении низкого и пропорционального налога с доходов физических лиц, единого прогрессивного социального налога и снижении ставки налога с прибыли могут не принести ожидаемых результатов в реальном секторе экономики, если эти реформы не будут сопровождаться достаточно быстрым прогрессом в других составляющих предпринимательского и инвестиционного климата. Это, в первую очередь, касается барьеров выхода на рынок, качественного законодательства и его своевременного и аккуратного применения, совершенствования государственного аппарата управления и судебной системы, радикальной перестройки и открытия финансового сектора, развития технической инфраструктуры и упразднения монопольных структур в этом секторе, ограничения милитаризации государства и роли правоохранительных и силовых органов.

Очевидно, что многие предлагаемые меры выходят за рамки чисто экономической политики и фактически связаны с реформой фундаментальных государственных институтов и политической системы. Еще раз оказывается, что в условиях постсоциалистической трансформации запаздывание политических реформ, дефицит демократии и гражданских свобод и даже частичная попытка использовать авторитарные методы управления (под псевдопатриотическими лозунгами «сильного государства») наносят вред экономической системе и препятствуют быстрому построению рыночных институтов. В ближайшие годы в России и других странах СНГ шансы экономических реформ будут сильно зависеть от того, что мы будем наблюдать в сфере политических изменений.

## **Библиография**

- Домбровски, М. (1999): *Последствия российского финансового кризиса для соседних стран*, CASE – Центр социально-экономических исследований, «Исследования и анализ», № 198
- Домбровски, М. (2002а): *Выбор: Дилеммы денежной политики*, «Ведомости», № 108, 26 июня.
- Домбровски, М. (2002б): *Валюта: По направлению к денежному союзу*, «Ведомости», № 1, 14 августа.
- Домбровски, М., Гурски, У, Ярочиньски, М (1999): *Инфляционные последствия девальвационного кризиса в России и на Украине*, «Вопросы экономики», № 8.
- ИЭПП (2002): *Российская экономика в 2002 году. Тенденции и перспективы*, Институт экономики переходного периода, Выпуск 24, февраль.
- ОРЭ: Обзор российской экономики, разные выпуски (квартальные и ежемесячные), Российско-европейский центр экономической политики (РЕЦЭП) при содействии Рабочего центра экономических реформ при Правительстве Российской Федерации (с марта 2003 г. Фонд Бюро экономического анализа).
- ЦР (2000): *Россия: входя в XXI век*, Центра Развития, Москва, март, [http://www.dcenter.ru/doc\\_view.cgi?id=225](http://www.dcenter.ru/doc_view.cgi?id=225)
- Åslund, A. (2001): *Think Again: Russia*, «Foreign Policy», July/August 2001, pp. 20-25.
- Åslund, A., and Boone, P. (2002): *Russia's Surprise Economic Success*, Financial Times, October 9.
- Åslund, A. and Warner, A. (2003): *The Enlargement of the European Union: Consequences for the CIS Countries*, «Carnegie Endowment Working Paper», No. 36.
- Antczak, R. (2000): *Theoretical Aspects of Currency Crises*, CASE – Center for Social and Economic Research, «Studies & Analyses», No. 211.
- Dabrowski, M. (2003): *Currency Crises in Emerging-Market Economies: An Overview*, in: M. Dabrowski (ed.): *Currency Crises in Emerging Markets*, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London.
- Dabrowski, M., Paczynski, W., and Rawdanowicz, L. (2002): *Inflation and Monetary Policy in Russia: Transition Experience and Future Recommendations*, CASE – Center for Social and Economic Research, «Studies & Analyses», No. 241.
- Gaddy, C., and Ickes, B. (1998), *A Simple Four-Sector model of Russia's "Virtual" Economy*, mimeo.
- Kemp, J. (1998): *Who Needs the IMF?*, «Wall Street Journal», April 3.
- Krueger, A.O. (2002): *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, April 16.

- Meltzer, A.H. (1999): *What's Wrong with the IMF? What would be Better?*, «The Independent Review», Fall.
- OECD (2000): *Economic Survey of the Russian Federation*, OECD, Paris
- Rostowski, J. (2001): *The Approach to EU and EU Membership: The Implication for Macroeconomic Policy in the Applicant Countries*, in. M. Dabrowski and J. Rostowski: *The Eastern Enlargement of the EU*, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London
- Sachs, J. D. (1999): *The International Lender of Last Resort: What are the Alternatives?*, in: *Rethinking the International Monetary System*, «Conference Proceedings Series», No. 43. Federal Reserve Bank of Boston, June.
- Schultz, G.P., Simon, W.E., and Wriston W.B. (1998): *Who Needs the IMF?*, «Wall Street Journal», February 3.
- Soros, G. (1999): *To Avert The Next Crisis*, «Financial Times», January 7.
- Stiglitz, J. (2002): *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company, New York, N.Y.