***ПЛАН:***

1. **ЦЕЛИ, ИНСТРУМЕНТЫ, ТИПЫ**

 **ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ *. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .3***

 **2*.* ПРОБЛЕМЫ СТАБИЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНОГО ОБРАЩЕНИЯ**

 **В РОССИИ** . ***. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . 9***

**3*.* ПРОБЛЕМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ**

 **ПОСЛЕ 17 АВГУСТА 1998 г.:**

 *а)* ***Новый «коридор». . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .13***

 *б****) Валюта на российском рынке. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . 17***

 *в)* ***Прогноз монетарного курса рубля . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .26***

 *г)* ***Проблемы слабого рубля и тенденции развития российской***

 ***экономики. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .30***

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ** . ***. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . 35***

**ЦЕЛИ, ИНСТРУМЕНТЫ, ТИПЫ**

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Под денежно-кредитной политикой понимают совокупность мероприятий, предпринимаемых правительством в денежно-кредитной сфере с целью регулирования экономики. Она является частью общей макроэкономической политики. Основные конечные цели денежно-кредитной политики: устойчивые темпы роста национального производства, стабильные цены, высокий уровень занятости населения, равновесие платежного баланса. Из их совокупности можно выделить приоритетную цель денежно-кредитной политики - стабилизацию общего уровня цен.

Наряду с конечными выделяют промежуточные цели. Ими являются объём денежной массы и уровень процентных ставок.

Осуществляет денежно-кредитную политику центральный банк страны.

Мероприятия центрального банка по денежно-кредитному регулированию экономики призваны обеспечить её стабилизацию при низком уровне инфляции и безработицы. Денежно-кредитная политика может быть направлена на стимулирование денежно-кредитной эмиссии, т.е. расширение совокупного объёма денежной массы в обращении (кредитная экспансия), что даёт эффект некоторого оживления конъюнктуры рынка в условиях спада производства. Она может быть направлена и на ограничение денежно-кредитной эмиссии, т.е. на сокращение объёма денежной массы в обращении (кредитная рестрикция). Этот вариант денежно-кредитной политики обычно используется центральным банком в периоды экономического бума и в случаях появления признаков "биржевой горячки". Кредитная рестрикция в условиях повышения темпов роста производства призвана обеспечить сдерживание "перегрева" конъюнктуры рынка. Политика кредитной экспансии наоборот используется для "взбадривания" конъюнктуры рынка и применяется обычно в периоды кризисов и спада производства. Она часто сочетается с дефицитным финансированием экономики страны и приводит к обострению инфляционных процессов.

При осуществлении мероприятий по денежно-кредитному регулированию экономики страны неизбежно возникает объективное противоречие между задачей борьбы с инфляцией и проблемой стимулирования экономического роста. Поэтому денежно-кредитная политика центрального банка должна быть самым тесным образом увязана с инвестиционно-финансовой политикой государства и дополнена гибкой системой налогового регулирования экономики.

Конкретные методы и инструменты кредитно-денежной политики Центрального банка определены законом о Банке России и отличаются большим разнообразием. Центральному банку предоставлены самые широкие полномочия и полная самостоятельность в вопросе о выборе методов и мероприятий по денежно-кредитному регулированию экономики страны в рамках действующего законодательства.

Государственное регулирование денежно-кредитной сферы может осуществляться сколь-нибудь успешно лишь в том случае, если государство через центральный банк способно воздействовать на масштабы и характер деятельности частных институтов, так как в развитой рыночной экономике именно они являются базой всей денежно-кредитной системы. Это регулирование осуществляется в нескольких взаимосвязанных направлениях.

Государственный контроль над банковской системой имеет целью укрепление ликвидности финансово-кредитных институтов, т.е. их способности своевременно удовлетворять требования вкладчиков (прежде всего за счёт учётной (дисконтной) политики, операций на открытом рынке, установления норм обязательных резервов). Эти же меры применяются государством для сжатия (расширения) денежной массы.

Управление государственным долгом является направлением государственного регулирования в условиях хронических бюджетных дефицитов, которые ведут к росту государственной задолженности (внешней и внутренней). При росте внутреннего государственного долга резко возрастает влияние государственного кредита на рынок ссудных капиталов. Для этого центральный банк использует различные методы управления государственным долгом: покупает или продает государственные обязательства; изменяет цену облигаций, условия их продажи; различными способами повышает их привлекательность для частных инвесторов.

В России в настоящее время существуют три основные формы управления государственным долгом:

1. Добровольный рыночный кредит - размещение государственных ценных бумаг на рынке. К ценным бумагам, размещённым таким образом, принадлежат государственные краткосрочные обязательства (ГКО), облигации федерального займа (ОФЗ), облигации сберегательного займа (ОСЗ).

2. Вынужденный квазирыночный кредит - рыночное оформление фактического государственного долга. Так, появились на свет облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ), казначейские обязательства (КО) и векселя Министерства финансов, которыми на Министерство была переоформлена задолженность предприятий по банковским кредитам, предоставленным под государственные программы.

3. Кредит Центробанка Министерству финансов, который в профессиональной литературе называют дружеским. Остаток такого кредита на начало 1996 г. достиг около 60 трлн. руб.

Регулирование объема кредитных операций и денежной эмиссии применяется, прежде всего, для воздействия на хозяйственную активность и борьбу с инфляцией. Это направление денежно-кредитного регулирования тесно связано с первым и вторым направлениями. Регулирование банковской ликвидности оказывает влияние на структуру банковских ссуд и депозитов, величину денежной массы, уровень рыночной нормы процента. Регулирование государственного долга воздействует на распределение ссудных капиталов между частным и государственным секторами, уровень процентных ставок, структуру банковских балансов, банковскую ликвидность.

Методы денежно-кредитной политики делятся на две группы: общие (влияют на рынок ссудных капиталов в целом) и селективные (предназначены для регулирования конкретных видов кредита или кредитирования отдельных отраслей, крупных фирм и т.д.).

Охарактеризуем общие методы кредитно-денежной политики.

 *Учётная (дисконтная) политика* является старейшим методом кредитного регулирования: она активно применяется с середины ХIХ в. Возникновение этого метода было связано с превращением центрального банка в кредитора коммерческих банков. Последние переучитывали у него свои векселя или получали кредиты под собственные долговые обязательства. Повышая ставку по кредитам (учётную ставку, ставку дисконта), центральный банк побуждал другие кредитные учреждения сокращать заимствования. Это затрудняло пополнение банковских ресурсов, вело к повышению процентных ставок и, в конечном счёте, к сокращению кредитных операций.

Наибольшей популярностью учётная политика пользовалась в конце ХIX - начале ХХ в. В 30-40-х гг. текущего столетия центральные банки проводили рекомендованную Дж. М. Кейнсом политику "дешёвых денег", т.е. низких процентных ставок и обильного кредитования. В Англии с 1932 по 1951 г. учётная ставка сохранялась на уровне 2%, в США с 1937 по 1948 г. - 1%. Большую роль в поддержании низких ставок сыграло стремление обеспечить финансирование казначейства на льготных условиях в период после Второй мировой войны. С 50-х гг. во многих странах вновь активизировалось использование учётной политики. В настоящее время за рубежом учётная ставка колебалась в достаточно широких пределах - от 2 до 15%, отражая как общие тенденции экономического развития, так и циклические колебания конъюнктуры, но в целом значение этого метода по сравнению с другими значительно снизилось.

В России подобную функцию выполняет ставка рефинансирования Центробанка РФ, т.е. предоставление кредитных ресурсов в форме прямых кредитов, переучёта векселей, ссуд под залог ценных бумаг (ломбардные кредиты), а так же организации кредитных аукционов. При установлении данной ставки учитывается влияние процентной политики на формирование производственных затрат и на применение уровня доходности вкладов физических лиц в коммерческих банках. Со 2 декабря 1996 г. ставка рефинансирования составила 48% годовых против 60% в период с 21 октября по 1 декабря 1996 г.

*Операции на открытом рынке* заключаются в продаже или покупке центральным банком у коммерческих банков государственных ценных бумаг, банковских акцептов и других кредитных обязательств по рыночному или заранее объявленному курсу. В случае покупки центральный банк переводит соответствующие суммы коммерческим банкам, увеличивая тем самым остатки на их резервных счетах. При продаже центральный банк списывает суммы с этих счетов. Таким образом, указанные операции отражаются на состоянии резервной позиции банковской системы и используются как метод её регулирования.

В России под операциями на открытом рынке понимается купля-продажа Центробанком РФ государственных ценных бумаг, которые обладают высокой степенью ликвидности и доходности. Коммерческие же банки являются основными инвесторами на рынке ценных бумаг, что расширяет регулирующее воздействие ЦБ РФ на их кредитные возможности.

*Установление норм обязательных резервов* коммерческих банков, с одной стороны, способствует улучшению банковской ликвидности, а с другой стороны, эти нормы выступают в качестве прямого ограничения инвестиций. Изменения норм обязательных резервов - метод прямого воздействия на величину банковских резервов. Впервые этот метод применили в США в 1933 г.

В отличие от операций на открытом рынке и учётной политики этот механизм денежно-кредитного регулирования затрагивает основы банковской системы и способен оказывать сильное воздействие на финансово-экономическую систему в целом. В России с 1 августа 1996 г. нормативы обязательных резервов по рублёвым счетам до востребования и срочным обязательствам до 30 дней составили 18%, по срочным обязательствам от 31 до 90 дней - 14% и по срочным обязательствам свыше 91 дней - 10%. Что касается нормативов резервирования по счетам в иностранной валюте, то они были на уровне 2,5%.

К селективным методам денежно-кредитной политики относятся следующие:

*Контроль по отдельным видам кредитов.* Он часто практикуется в отношении кредитов под залог биржевых ценных бумаг, потребительских ссуд на покупку товаров в рассрочку, ипотечного кредита. Регулирование потребительского кредита обычно вводится в периоды напряжения на рынке ссудных капиталов, когда государство стремится перераспределить ссудные капиталы в пользу отдельных отраслей или ограничить общий объём потребительского спроса.

*Регулирование риска и ликвидности банковских операций.* В многочисленных правительственных положениях (законах, актах, инструкциях, директивах, указаниях и т.д.), регулирующих операционную деятельность банков, основное внимание уделяется ликвидности банковских операций. Государственный контроль за риском усилился в последние два десятилетия. Характерно, что риск банковской деятельности определяется не через оценку финансового положения должников, а через соотношение выданных кредитов и суммы собственных средств банка.

Поэтому во многих странах при кредитировании клиентуры банки должны соблюдать ряд принципов. Как правило, размер кредитов, выданных одному клиенту или группе "породненных" клиентов, должен составлять определенный процент от суммы собственных средств банка: в США - не более 10%, во Франции - 75%. В развитых странах также определяется соотношение общего объёма кредитных операций и собственных средств. Во Франции сумма всех кредитов, предоставленных банком, не должна превышать более чем в 20 раз его собственные средства.

Главными особенностями техники денежно-кредитного регулирования, которое осуществлялось в соответствии с неокейнсианскими рекомендациями, являются изменение официальной учётной ставки центрального банка; ужесточение или ослабление прямого ограничения объёма банковских ссуд в зависимости от размеров совокупного спроса и занятости, уровня валютного курса, масштабов инфляции; использование операций с государственными облигациями преимущественно для стабилизации их курсов и понижения цены государственного кредита.

Принципиальное отличие техники денежно-кредитного контроля на основе монетаристского подхода состоит во введении количественных ориентиров регулирования, изменение которых обусловливает изменение направления денежно-кредитной политики. Выбор того или иного показателя в качестве ориентира во многом определяет главные объекты, и саму технику денежно-кредитного контроля. Такими показателями могут быть как совокупная денежная масса, так и её отдельные агрегаты. Особо следует подчеркнуть, что государственные органы стран с рыночной экономикой в последнее время всё чаще используют "политику развития конкуренции" в банковской сфере, т.е. стимулируют конкуренцию, расширяют для неё место, включая и меры, направленные против антиконкурентного сотрудничества. В рамках этой политики находятся и предпринимаемые в последние годы действия по либерализации внутренних и международных финансовых рынков, отмене контроля над процентными ставками и ряда ограничений для банков на проведение сделок на рынках ценных бумаг и на другие виды финансовой деятельности. При этом широкий доступ иностранных банков к местным рынкам рассматривается как необходимый фактор повышения эффективности последних.

Главные задачи денежно-кредитной политики России определены в ежегодно разрабатываемых Центральным банком РФ "Основных направлениях денежно-кредитной политики" и совместных заявлениях Правительства РФ и Центрального банка РФ об экономической политике.

В 1994 - 1996 гг. наиболее эффективным средством выполнения основной задачи денежно-кредитной политики - сдерживания инфляции - было соблюдение положений ежегодно разрабатываемой Денежной программы, предусматривающей целевые ориентиры в денежно-кредитной сфере. При разработке этой программы Банк России исходит из прогнозируемых показателей состояния экономики (изменения в её отдельных секторах и ВВП в целом, инфляции, дефицита государственного бюджета, международных резервов и др.), устанавливает поквартальные предельные величины роста денежной массы и денежной базы, а также целевые показатели объёмов международных резервов (рассчитываются как разность между валовыми международными активами и пассивами Центробанка РФ), предельные величины внутренних активов Центробанка РФ. (Внутренние активы Центробанка РФ включают кредит расширенному правительству, коммерческим банкам, государствам СНГ и прочие неклассифицированные активы. Кредит расширенному правительству определяется как сумма требований органов денежно-кредитного регулирования к федеральному правительству, кредита Центробанка РФ местным органам управления и внебюджетным фондам.) Осуществление этой политики в 1994 - 1996 гг. имело следствием замедление темпов инфляции в 1995 и 1996 гг.

Важнейшими направлениями и инструментами денежно-кредитной политики Центрального банка РФ являются:

1. отказ от прежней практики использования прямых кредитов ЦБ РФ для финансирования бюджета;
2. предоставление кредитов коммерческим банкам только через рыночные механизмы (кредитные аукционы, ломбардные кредиты, операции РЕПО (договор о сделке с правом обратного выкупа) с использованием для этого ставок рефинансирования Центробанка РФ;
3. повышение эффективности других имеющихся инструментов денежно-кредитного регулирования, например обязательных резервов (это - депонирование части привлечённых средств коммерческих банков и кредитных организаций в Банке России), в целях повышения эффективности их воздействия на динамику и структуру денежной массы.

**ПРОБЛЕМЫ СТАБИЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНОГО ОБРАЩЕНИЯ В РОССИИ**

Российский финансовый кризис 1998 г. серьёзно подорвал процесс экономической стабилизации, результатами которой стали сохранение низкого уровня инфляции на протяжении почти трёх лет и деноминация рубля 1 января 1998 г. Свою негативную роль сыграли и внешние факторы - кризис в странах Юго-Восточной Азии вкупе с падением цен на нефть происходившим с начала 1997 г. Отчасти кризис накликали внешние инвесторы, к числу которых, несомненно, принадлежало и немало россиян, направлявших средства на отечественный рынок через иностранные институты. И тем не менее основные причины кризиса порождены внутренней финансовой ситуацией в самой России.

На протяжении всего периода 1991-1998 гг. денежно-кредитная политика находилась в прямой зависимости от состояния государственного бюджета. В конечном счёте, способность денежных властей поддерживать стабильность национальной валюты ограничена размером бюджетного дефицита безотносительно к тому, каким способом он финансируется.

Российский кризис 1998 г. представляет собой вариант так называемого кризиса платежного баланса первого поколения, смоделированного П. Кругманом. В данной модели основным фактором кризиса выступает чрезмерно экспансионистская фискальная и денежно-кредитная политика, приводящая к неуклонному истощению золотовалютных резервов, что вынуждает правительство отказаться от фиксированного обменного курса. В случае России недостаточно жесткой являлась не денежно-кредитная, а фискальная политика. Рынок просто не поверил в то, что Министерство финансов РФ сможет погасить всевозрастающие объемы долговых обязательств, не прибегая к денежной эмиссии. Истощение валютных резервов было вызвано не денежной экспансией, а оттоком капитала, порожденным опасениями понести финансовые убытки, в том числе в результате девальвации. Денежные власти попытались развеять эти опасения, повышая процентные ставки, но неудачно, поскольку само непосильное для бюджета бремя чрезмерно высоких процентных ставок являлось неотъемлемой и существенной частью проблемы. Чем больше ужесточалась денежно-кредитная политика, тем более неблагоприятной становилась бюджетная ситуация. Этот процесс загонял российскую экономику в порочный круг, подрывая устойчивость рубля. Иными словами, противоречия между денежно-кредитной, фискальной политикой и политикой обменного курса достигли своей кульминации.

До реформ 1987-1988 гг. Госбанк СССР (единый государственный банк-монополист) совмещал функции собственно центрального и коммерческого банков. Финансовые потоки были разделены между физическими и юридическими лицами. Такая дихотомия означала, что физические лица использовали наличные, а предприятия - безналичные формы расчетов. Выделение кредитов и размещение средств на счетах как предприятиями, так и населением контролировались Госбанком. Денежно-кредитная и фискальная политика была подчинена задаче достижения запланированных объемов выпуска продукции.

Проведенная в 1987 г. банковская реформа привела к возникновению двухуровневой системы. Во всех прочих отношениях функции Госбанка оставались неизменными до 1991 г. В механизм распределения кредитов не было привнесено рыночных элементов. Процентные ставки были низкими и нередко еще больше снижались при выдаче льготных кредитов. Госбанк был официально ликвидирован 25 декабря 1991 г. и его функции перешли к Центральному банку России. Однако вначале ЦБР играл пассивную роль и его основной задачей было финансирование бюджетного дефицита.

Бюджетный дефицит начал расти еще в 1986 г. - отчасти из-за падения мировых цен на нефть, отчасти в результате осуществления капиталовложений в рамках политики "ускорения" - серии реформ, направленных на возобновление экономического роста. В 1985-1989 гг. дефицит возрос с 2 до 9% ВНП. Особенно пагубную роль сыграл в этом процессе принятый в 1987 г. "закон о государственном предприятии", по существу, предоставивший руководству предприятий неограниченную свободу повышения заработной платы работникам. В результате в 1990 г. средняя реальная зарплата в стране на 27% превышала уровень 1987 г. Рост зарплаты финансировался при помощи льготных банковских кредитов и дотаций из госбюджета.

До 1990 г. правительство было в состоянии удерживать эмиссионное финансирование бюджетного дефицита на низком уровне за счет заимствований на международных рынках, а также кредитов, предоставлявшихся иностранными государствами. Однако такая политика привела к увеличению внешнего долга с 20 млрд. в 1985 г. до 67 млрд. долл. к концу 1991г.

В IV квартале 1991 г. бюджетный дефицит достиг примерно 30% ВВП. Это произошло вследствие роста объемов государственных дотаций с целью поддержания уровня административно регулируемых цен (то же самое относится к обменному курсу), сокращения производства, а также снижения налоговой дисциплины в результате распада СССР и резкого уменьшения суммы налоговых платежей, перечисляемых республиками в центр. В глазах западных кредиторов страна полностью утратила свою кредитоспособность, и для финансирования бюджетных расходов оставалось единственное средство - стремительное наращивание денежной массы.

В 1992-1995 гг. Увеличение денежной базы отражало главным образом прирост объема чистых внутренних активов. Лишь во II квартале 1993 г. и в 1995 г. ведущая роль в этом процессе принадлежала чистым международным резервам.

До введения валютного "коридора" в июле 1995 г. динамика обменного курса была подвержена сильному влиянию со стороны денежно-кредитной сферы. Обменный курс реагировал на изменение рублевой массы М2 с лагом, не превышавшим одного месяца. Центральный банк был вынужден осуществлять значительные валютные интервенции на ММВБ.

Помимо проблемы дефицита государственного бюджета, осуществлению эффективной денежно-кредитной политики препятствовал и ряд других факторов, в частности, ограниченность реальных механизмов ее проведения (операции на открытом рынке начались только во второй половине 1995 г.), ненадежность такого инструмента, как норма обязательного банковского резервирования, и, наконец, уровень долларизации экономики. Не отличалась устойчивостью и скорость обращения денег. Возможно, причина подобной неустойчивости заключается в самой функции спроса на деньги, изменении процентных ставок и инфляционных ожиданиях.

"Черный вторник" (11 октября 1994 г.) не только продемонстрировал силу быстроразвивающихся финансовых рынков, но и показал властям, что снижение номинального обменного курса не может заменить ужесточения денежно-кредитной и фискальной политики. Он явился результатом политики денежной "накачки" бюджета, проводившейся российским правительством и Центробанком после января 1994г.

(Е. Гайдар вернулся в правительство 24 сентября 1993 г. за этим последовали дальнейшая либерализация цен, а также ограничение объема дотаций, покрывавшихся за счет денежной эмиссии. Результатом стало постепенное снижение инфляции, происходившее до середины 1994 г., - действовал четырехмесячный лаг между увеличением объема денежной массы и изменением уровня цен. Однако в ходе парламентских выборов в декабре 1993 г. коммунисты и националисты получили 40% мест в парламенте и двое из трех реформаторов, занимавших правительственные посты - Б. Федоров и Е. Гайдар, - ушли в отставку.)

"Черный вторник" стал ответом рынка на денежно-кредитную и фискальную политику, которую в течение определенного времени проводило правительство. "Обвал" валютного курса, произошедший в тот день, спровоцировал политический кризис, сопровождавшийся перестановками в правительстве, и побудил В. Черномырдина и его кабинет вернуться к осуществлению стабилизационной стратегии. 26 марта 1995 г. была принята программа стабилизации, разработанная совместно с МВФ, а в апреле Центральный банк обрел независимость. С помощью данной программы удалось остановить рост инфляции, но одновременно была смягчена фискальная политика.

В 1995 г. предпринимались активные усилия по снижению первичного бюджетного дефицита. На смену кредитам Центрального банка в качестве источника его финансирования пришли государственные краткосрочные облигации, а степень независимости Центрального банка существенно возросла. В июле 1995 г. был введен новый порядок регулирования обменного курса с тем, чтобы сдержать резкое повышение курса рубля (как номинального, так и реального) в апреле-мае 1995 г., ставшее следствием успешных действий правительства по ограничению объемов внутреннего кредита. Он предусматривал установление валютного "коридора", верхняя и нижняя границы которого фиксировались сначала на трех-, а затем на шестимесячный и годовой периоды, что позволяло курсу рубля колебаться в пределах, не превышающих 12%. В каждый последующий временной отрезок границы "коридора" незначительно смещались вниз по отношению к доллару с целью поддержания реального курса рубля на приблизительно постоянном уровне, то есть он обесценивался на величину разницы между российским и среднемировым уровнями инфляции.

Начиная с 1 января 1998 г. (с момента деноминации рубля, в результате которой новый рубль стал равен 1000 старых), в политику обменного курса были внесены существенные изменения: границы колебаний курса расширились, была задана его динамика на более длительную перспективу - по декабрь 2000 г. включительно, Центральный банк ежедневно устанавливал средний курс на следующий день, а также спрэд рыночных котировок спроса и предложения, на основе которых и формировался курс. Максимальное отклонение котировок спроса и предложения от среднего значения курса не должно было превышать 1,5%.

Решения правительства и Центрального банка России от 17 августа 1998 г. ознаменовали начало нового периода. Обменный курс быстро вышел из намеченных ими границ: в начале сентября он достиг уже 17,6 рублей за 1 доллар, и ЦБР официально отменил валютный "коридор". Вкупе с реструктуризацией ГКО и мораторием на выплату внешних долгов это подорвало доверие населения, привело к увеличению спроса на иностранную валюту и подстегнуло всеобщие ожидания возврата хронической инфляции.

С этого момента Россия вступила в период глубокого экономического спада. Возросла инфляция, вновь были обесценены вклады населения, сократился объем импорта, рухнула банковская система. В результате резко упали реальные доходы населения, снизился уровень жизни. Все это способно поставить под сомнение главные завоевания экономических реформ, проводившихся в последние годы, разрушить базу едва наметившегося экономического роста.

ПРОБЛЕМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ ПОСЛЕ 17 АВГУСТА 1998 г

# НОВЫЙ "КОРИДОР"

С начала 1999 г. в России сложился своеобразный режим управления денежной ликвидностью: изменение денежного предложения стало определяться главным образом операциями Центрального банка по покупке (продаже) иностранной валюты (примерно такая же схема работала в России с декабря 1997 г. до июня 1998 г., когда для преодоления финансового кризиса Банк России исключил из своего арсенала операции по покупке государственных ценных бумаг на открытом рынке). В этих условиях соотношение денежного предложения и объема золотовалютных резервов Банка России (валютная обеспеченность рубля) превратилось в основной фактор, определяющий пропорции обмена рублей на доллары.

Вместе с тем в новой динамике валютного курса рубля (под валютным курсом здесь понимается курс ЦБ или ММВБ) в концентрированном виде выразились структурные противоречия российский экономики: "замороженность" финансовых рынков; дисбаланс в доходности валютных и рублевых инструментов; резко возросший разрыв между курсом рубля и его паритетом покупательной способности; низкая конкурентоспособность российской продукции на внутреннем и внешнем рынках.

После резкого падения в августе-сентябре 1998 г. валютный курс рубля вплоть до середины мая 1999 г. двигался в своеобразном "коридоре", верхняя граница которого задавалась динамикой соотношения денежного предложения и золотовалютных резервов Банка России (монетарного курса рубля), а нижняя - изменением отношения широкой денежной базы к ЗВР (рис. 1). Психологический настрой участников валютного рынка, как и политика Банка России, оказывается вполне созвучным динамике объективных монетарных параметров.

##

## Монетарная основа курса рубля

### Рис. 1

Существенное сближение уровней рыночного и монетарного курсов рубля после августа 1998 г. является особенностью текущего периода (рис. 2). Это не было характерно для докризисного периода ни в условиях валютного "коридора" (вторая половина 1995 - середина 1998 гг.), ни в период свободного "плавания" курса рубля (1993 - первая половина 1995 гг.). Практически в течение последних семи лет уровень валютного курса рубля был значительно выше монетарного курса, то есть за 1 долл. рынок давал гораздо меньше рублей, чем это следовало бы исходя из монетарного курса.

#### Динамика валютного курса и денежных показателей

*к золотовалютным резервам*

##### Рис. 2

Сближение валютного и монетарного курсов рубля выступает индикатором существенного роста недоверия к российскому рублю. Кризис доверия к национальной валюте проявился не только в психологических настроениях участников рынка, но и в возникновении серьезных диспропорций в денежной сфере. Главной составляющей этих диспропорций стало накопление значительных "неработающих" ликвидных активов в банковской системе (депозиты в Банке России, избыточные средства на корсчетах) под воздействием "сжатия" финансовых рынков, дефицита сфер прибыльного и надежного использования рублевых средств в реальном секторе. Указанные диспропорции существенно усугубляются тем, что у Банка России нет адекватных инструментов, позволяющих оперативно регулировать объем денежного предложения.

Возможности стерилизации избыточной ликвидности Банком России сегодня крайне ограничены. Из-за отказа правительства РФ от выпуска новых государственных обязательств, отсутствия значимого интереса к торговле реструктурированными облигациями Банк России не в состоянии проводить эффективные операции на открытом рынке. Деструктивная позиция ФКЦБ по вопросу облигаций Банка России привела к прекращению выпуска этого инструмента. Привлечение средств Банком России в депозиты позволяет в определенных объемах стерилизовать избыточную ликвидность, но этот инструмент предполагает достаточно пассивную его позицию и имеет технологические недостатки, снижающие привлекательность данного инструмента для коммерческих банков.

Во многих странах наблюдается достаточно тесная связь между динамикой валютного курса и изменением валютного обеспечения денежной базы и денежной массы в целом. Особенно ярко это выражено в странах, денежная политика которых строится на принципах currency board (например, в Эстонии, Литве), когда покупка иностранной валюты центральным банком является единственным источником увеличения денежного предложения. В таких условиях курс национальной валюты не может резко отклоняться то уровня валютного обеспечения резервных денег. В странах, в которых кредитование бюджета и банковской системы играет значительную роль в формировании денежного предложения, монетарный курс, как правило, уступает уровню валютного курса. Например, в Японии валютное обеспечение резервных денег в 1997 г. превышало номинальный курс почти в два раза, то есть на один доллар резервов приходилось в два раза больше иен, чем их можно было купить за доллар на рынке.

Валютное обеспечение денег в обращении намного ниже (как показывает опыт Японии, примерно в 3,5 раза), чем валютное обеспечение резервных денег. По-видимому, в странах с развитыми финансовыми системами и мощным отечественным производством уровень спроса на деньги (который, в частности, характеризуется денежными средствами в обращении) в достаточной степени не зависим от состояния золотовалютных резервов. Чем слабее финансово-экономическая система страны, тем в более высоком уровне золотовалютного обеспечения нуждается национальная денежная единица.

Особенно ярко эта зависимость проявляется в период финансовых кризисов, когда и в странах, не придерживающихся политики currency board, может наблюдаться сближение курса национальной валюты и ее золотовалютного обеспечения (как показал опыт Южной Кореи). Масштабы обесценения национальных валют во время кризиса прямо пропорциональны степени сокращения золотовалютных резервов (или росту эмиссии в период, предшествующий валютному кризису). Кризис доверия к национальной валюте порождает сильное тяготение валютного курса к монетарной основе.

Несомненно, что сближению рыночного и монетарного курсов рубля существенным образом "содействовал" финансовый кризис лета 1998 г., который привел к разрушению российского финансового рынка и, следовательно, к резкому ослаблению влияния процентных ставок и доходности рублевых инструментов на валютный курс. В условиях стабильного движения валютного курса рубля положительные рыночные процентные ставки (особенно реальная доходность ГКО-ОФЗ) и относительно низкая реальная эффективность вложений в валюту играли важную роль в формировании предпочтений между инвестициями в валютные и рублевые активы и в повышении финансового спроса на деньги (рис. 3).

*Спрэд между реальной доходностью вложений (сроком на 1 месяц)*

 *в краткосрочные облигации и валюту*

*(в процентных пунктах)*

##### Рис. 3

После перехода к "плавающему" курсу рубля, его девальвации и кризиса банковской системы взаимосвязь валютного курса и процентных ставок качественно изменилась. Низкие обороты финансовых рынков, административные ограничения на доходность ОФЗ, отсутствие ликвидных краткосрочных финансовых инструментов препятствуют восстановлению прежней роли процентных ставок и доходности рублевых инструментов.

В настоящее время настроения на валютном рынке во многом определяют уровень процентных ставок. Хотя в последние месяцы в условиях стабилизации валютного курса доходность государственных ценных бумаг превышает доходность валютных операций, предпочтения участников рынка по-прежнему тяготеют к валютным инвестициям. Рублевые инструменты для участников рынка не выступают притягательными даже в период конъюнктурного снижения курса доллара, поскольку общее состояние "здоровья" российского финансового рынка вызывает у них повышенную озабоченность. По-видимому, в сложившейся ситуации российский финансовый рынок неизбежно должен пройти через период, когда устанавливаются достаточно высокие реальные уровни рублевой доходности по сравнению с валютными операциями. Это будет служить основой и признаком его (рынка) выздоровления.

###### ВАЛЮТА НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Уровень золотовалютных резервов Банка России в настоящее время определяется состоянием торгового баланса, платежами государства по внешнему долгу и оттоком капитала, при этом вклад кредитов нерезидентов, портфельных и прямых инвестиций значительно снизился.

Обесценение рубля существенно изменило состояние платежного баланса России: вместо отрицательного сальдо по текущим операциям в первом полугодии 1998 г. образовался положительный баланс к концу года.

Улучшение платежного баланса произошло главным образом за счет резкого сокращения импорта, который продемонстрировал значительную эластичность в зависимости от изменения валютного курса. В 1999 г., по оценкам экспертов, объем импорта не превысит 62-65% пикового уровня 1997 г. Дальнейшему его сокращению будут препятствовать структурные ограничения, связанные с необходимостью поддержания определенного уровня потребления, поскольку отечественное производство не в состоянии в короткие сроки обеспечить замену импорта по многим позициям каждодневного спроса как населения, так и промышленности.

Девальвация рубля практически не оказала влияния на объемы российского экспорта, в его структуре наибольший удельный вес занимают сырьевые товары. Поэтому мировые цены на сырье и ограниченная пропускная способность газо- и нефтепроводов являются главными факторами, определяющими стоимостной объем российского экспорта. Расширение же номенклатуры экспортируемых товаров требует существенного изменения выпускаемого российскими предприятиями ассортимента и резкого повышения качества продукции. Это, в свою очередь, требует перестройки предприятий, технологического обновления и изменения принципов корпоративного управления. На "захват" внешних (да и внутренних) рынков необходимы время и средства.

В такой ситуации можно прогнозировать увеличение торгового сальдо России в 1999 г. до 25-29 млрд. долл. против 17,4 млрд. в 1997-1998 гг. Однако уже на ближайшую перспективу эту тенденцию трудно считать устойчивой. В силу структурных ограничений, скорее всего, она не будет поддержана ростом экспорта, в то же время некоторое оживление импорта по мере активизации внутреннего спроса приведет к сокращению положительного сальдо.

В последнее время российское правительство неизменно мучает дилема: "Платить или не платить?". В августе 1998 г. правительство объявило, что оно решило не платить большую часть внутреннего долга. И с этого времени правительство периодически объявляет о неплатежах то по одной, то по другой части внешнего долга.

В конце августа 1998г. было заявлено о задержке платежей в рамках Парижского клуба, в декабре 1998 г. не были исполнены платежи по облигациям PRIN, выпущенным в рамках Лондонского клуба, в мае 1999 г. не погашен третий транш облигаций внутреннего валютного займа, в июне 1999 г. Россия не заплатила проценты по облигациям IAN, также выпущенным в рамках Лондонского клуба.

Такая неясная позиция по обслуживанию государственного долга является следствием того, что нет ясно поставленного "диагноза недуга", поразившего российские финансы, имя которого - долговой кризис государства. Рассмотрим проблему платежей России по внешнему долгу.

Ежегодные платежи России по внешнему долгу (самой России и бывшего СССР) в 1999-2003 гг. должны составлять 15-20 млрд. долл., что примерно соответствует уровням ожидаемого сальдо по текущим операциям платежного баланса. При отсутствии возможностей привлечь сколько-нибудь существенные объемы иностранного капитала в Россию (по всем каналам) задача своевременного и полного обслуживания всего внешнего долга чрезвычайно сложна, а если учесть неспособность государства собрать в необходимом объеме налоги для осуществления платежей, то практически не разрешима.

Имея доходную часть федерального бюджета в сумме 18-20 млрд. долл., Россия не может осуществлять платежи по внешнему долгу в полном объеме - для этого на платежи по долгу должны уйти все собираемые налоги. Более того, из-за нынешнего состояния бюджета правительство РФ вообще не может платить по внешнему долгу, не прибегая к помощи Банка России. Это означает, что даже при получении внешних займов в сумме 3-5 млрд. долл. Россия должна увеличить сбор налогов более чем на 50%, чтобы выполнять свои обязательства. Исполнение только российских обязательств без помощи Банка России при тех же внешних заимствованиях требует повышения сбора налогов не менее чем на 20%.

В такой ситуации правительство РФ сформулировало следующую позицию обслуживания внешнего долга: Россия будет полностью и своевременно выполнять своя обязательства только по российскому долгу. Следовательно, обязательства по обслуживанию долгов, принятых от Советского Союза, к которым, в частности, отнесены обязательства в рамках Парижского и Лондонского клубов, облигации третьего-пятого траншей внутреннего валютного займа, она исполнять не будет. В отношении долгов СССР Россия предложила кредиторам провести переговоры об их новой реструктуризации, которые неизбежно займут довольно длительный период.

С учетом такой позиции критическими, обязательными для России являются выплаты: основного долга и процентов международным финансовым организациям; по двусторонним государственным кредитам; процентов по еврооблигациям и облигациям внутреннего валютного займа (рис. 4). Общая сумма критических платежей в 1999 г. составляет не более 7 млрд. долл. Ожидаемое состояние платежного баланса в текущем году потенциально позволяет России осуществить эти платежи даже при отсутствии новых кредитов со стороны международных финансовых организаций, хотя реализация такого сценария угрожает снижением уровня ЗВР Банка России.

Несложные арифметические расчеты показывают, что списание даже 50-60% советских долгов не приведет к существенному облегчению долгового бремени России. Очевидно, нужны нестандартные решения, основанные на политических соглашениях. Применение в нынешних условиях тактики переговоров, направленной на получение краткосрочных отсрочек по платежам (аналогично 1993-1995 гг.), видимо, является единственным реальным вариантом для российских властей. Однако "тактика мелких

шагов" неизбежно влечет за собой усиление изоляции России на мировых финансовых рынках, что увеличивает бремя обслуживания долга.

*Платежи по внешнему государственному долгу России на 1999 г.*

*(оценка, млрд. долл.)*

Рис. 4

 Проблема оттока капитала из России стала активно обсуждаться в последнее время на различных уровнях. Порой создается впечатление, что этот отток - основной фактор неустойчивости платежного баланса страны. Масштабы данного явления сильно преувеличиваются во многом из-за несовершенства статистической базы. Для адекватной оценки оттока капитала из России необходимо провести специальное широкомасштабное статистическое исследование.

Традиционно для оценки объема оттока капитала используется формула следующего вида, включающая определенные статьи платежного баланса:

Ок=Нэ.в.+Ни.к.+ЧПВн+ОП,

где: Ок - отток капитала, Нэ.в. - невозврат экспортной выручки, Ни.к. - нереализованные импортные контракты (оплаченные), ЧПВн - чистые покупки валюты населением, ОП - ошибки и пропуски.

При оценке оттока капитала в основном используются показатели, характеризующие текущие операции платежного баланса (экспорта и импорт). Это объясняется тем, что система валютного контроля в России построена на получении информации о каждой экспортно-импортной сделке, а система сбора информации об операциях капитального характера крайне несовершенна.

При анализе показателей "бегства" капитала необходимо учитывать поправку на неточность определения (недоучет) организованного импорта. (Величина неорганизованного "челночного" импорта составляет почти 1/4 объема, официально зарегистрированного.) Часть организованного импорта укрывается от налогообложения и не охватывается статистикой платежного баланса. В определенной мере ошибки и пропуски в платежном балансе скрывают инвестиции в СНГ и в дальнее зарубежье, а также сокращение валютных поступлений вследствие неденежных сделок (особенно при экспорте энергоресурсов в СНГ). Наряду со свободным существует связанный отток капитала, обусловленный импортом товаров и являющийся его скрытой оплатой. Поскольку платежный баланс составляется по методу начислений, а не по фактическим поступлениям валюты, он не учитывает в полной мере изменения задолженности в сделках контрагентов внешнеэкономических связей, неисполнение (изменение) контрактов, а также потери капитала из-за занижения экспортных цен (завышения импортных). В целом эти поправки могут привести к уменьшению реального оттока капитала и увеличению объема импорта.

Изменение макроэкономической ситуации в результате финансового кризиса (обесценение рубля, сокращение доходов населения, экономических агентов, банковских кризис и расстройство системы платежей) существенно повлияло на величину оттока капитала, измеряемого по общепринятой формуле. В IV квартале 1998 г. отток капитала происходил практически только по каналам экспортно-импортных операций, что уменьшило его почти до 1 млрд. долл. В I квартале 1999 г., по предварительной оценке, отток капитала несколько возрос, однако его интенсивность значительно уступает (в 1,5-2 раза) уровню 1996-1997 гг. Основными факторами сокращения оттока являются не столько меры по валютному контролю, сколько, во-первых, снижение чистых покупок валюты населением вследствие падения его реальных доходов и сокращения внешней "челночной" торговли и, во-вторых, уменьшение оттока по линии экспортно-импортных операций с падением внешнеторгового оборота (рис. 5). Значительное сокращение оттока капитала наблюдалось в первой половине 1998 г. Это было обусловлено, прежде всего, снижением покупки наличной иностранной валюты населением.

## Сравнительная оценка оттока капитала

*(млрд. долл.)*

 Рис. 5

Безусловно, по своей экономической природе покупка населением иностранной валюты является формой кредитования экономик других государств. Именно поэтому в формуле исчисления оттока капитала в определенной мере правомерно использование данного показателя. Однако почему-то никто не считает прирост валютных средств на счетах российских банков или прирост ЗВР Банка России оттоком капитала, хотя по своей сути - это однородные операции.

Мотивы покупки населением иностранной валюты крайне разнообразны, на все они связаны с внешнеэкономическими факторами. Можно выделить три основных направления использования валюты населением: формирование сбережений, которые на подвержены риску инфляции или политических потрясений; обслуживание теневого товарооборота внутри страны; финансирование неорганизованного импорта - "челночной" торговли. Всю совокупность операций населения с валютой можно разделить на две группы: первая - покупка и продажа валюты при среднем объеме разовых сделок менее 500 долл. (мелкие сделки), вторая - от 500 долл. и выше (крупные сделки). На первую группу приходится 80% количества сделок и 10-20% общего объема валюты, на вторую - соответственно 20 и 80-90%, что отвечает принципам статистического распределения. При формировании валютных сбережений населения, несомненно, надо говорить о массовых процессах, то есть и большом количестве однородных операций. В этой связи можно выдвинуть следующие:

- мелкие операции по покупке валюты в основном связаны с формированием валютных сбережений лицами, получающими рублевые доходы;

- мелкие операции по продаже валюты обусловлены трансформацией текущих валютных доходов населения или валютных сбережений в рубли, необходимые для текущих операций.

Эти гипотезы соответствуют такому статистическому факту: в случае мелких сделок объем продаж населением наличной валюты значительно превосходит покупку. В свою очередь, не будет преувеличением предположить, что покупки иностранной валюты в крупных размерах связаны преимущественно с реорганизованной внешней торговлей, с "челночными" операциями. Средний оборот одной "челночной" поездки, по экспертным оценкам, составляет примерно 5-7 тыс. долл., мелкий до 3 тыс., крупный - от 10 тыс. до 50 тыс. долл. Сальдо операций (разница между покупкой и продажей валюты со стороны населения) за прошедший год составило 11,5 млрд. долл. Объем неорганизованного импорта за период с декабря 1997 г. по январь 1999 г. достигал примерно 16 млрд. долл. Сравнение динамики и объема неорганизованного импорта с динамикой и объемами крупных покупок населением наличной валюты показывает существенную взаимосвязь этих операций и практически полное совпадение в их объемах (рис. 6.).

## Операции населения с наличной валютой

*и объем неорганизованного импорта (млрд. долл.)*

Рис. 6

Приведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что методология составления платежного баланса России требует существенной корректировки с тем, чтобы интерпретация операций населения с наличной иностранной валютой была более адекватной реальному положению в этой сфере.

Если оставить в стороне заведомо криминальный отток капитала (украденные или уведенные от налогообложения деньги), то его вывоз - явление экономическое, процесс, отражающий принятие решений о наиболее эффективных (сточки зрения владельца) способах использования финансовых ресурсов. Отток капитала из страны и отсутствие существенного притока иностранных инвестиций в Россию являются признаком того, что экономический "климат" в нашей стране менее благоприятен и для иностранного, и для отечественного капитала по сравнению с другими странами. В то же время решение, эффективное для отдельных частных инвесторов, отнюдь не обязательно эффективно для экономики в целом. То, что Россия выступает на мировом рынке в качестве страны нетто-кредитора (чистого экспортера капитала), увеличивает дефицит национальных сбережений и усугубляет кризисное положение ее экономики.

В подобной ситуации государственные органы могут добиться сокращения вывоза капитала двумя путями. *Первый* из них предусматривает последовательное введение достаточно жестких валютных ограничений при соответствующей адаптации (в случае необходимости) основных принципов экономической политики. В конечном счете власти переходят к административному контролю за перераспределением валютных ресурсов внутри страны, к ограничению конвертируемости национальной валюты. Наиболее ярким примером в этом отношении является политика, проводимая в Белоруссии в последние годы. Ее опыт показывает, что при таком подходе формируется система административных запретов, которая может дать определенные положительные (с точки зрения властей) результаты, особенно в небольшой стране с ограниченным количеством экспортеров. Вместе с тем очевидно, что подобный путь не делает страну привлекательной для инвестиций и не решает проблему стимулирования экономического роста.

*Второй* путь сокращения оттока капитала предполагает осознанное проведение изменений в экономической политике, пересмотр отношений между государством и экономикой с тем, чтобы способствовать созданию благоприятных условий для инвестиций, эффективному использованию ресурсов в стране. Речь при этом идет о сочетании мер денежно-кредитной и бюджетно-налоговой собственности и интересов мелких акционеров, о совершенствовании работы судебной системы. Административные запретительные меры играют значимую, но все-таки вспомогательную роль.

До настоящего времени Россия, очевидно, двигалась по первому пути, совершенствуя систему административного валютного контроля. Можно предположить, что принятые после августа 1998 г. меры по разграничению доступа к иностранной валюте (две торговые сессии), увеличению обязательной продажи валютной выручки с 50 до 75%, введению резервирования рублевых средств на покупку валюты под импортные контракты, сокращению сроков возврата экспортной выручки способствовали некоторому снижению оттока капитала. Однако эффект от этих мер носит краткосрочный характер. Уже сегодня на рынке предлагаются многочисленные "рецепты" ухода от валютного контроля. Кроме того, административные меры никоим образом не стимулируют структурную перестройку российских предприятий и повышают риски для ввоза капитала. Это еще больше "закрывает" российскую экономику.

Стабилизация российского рубля, проведение активной денежно-кредитной политики, структурные преобразования в российской экономике невозможны без существенного увеличения валютных резервов Банка России. Но у него для такого увеличения объема валютных резервов практически возможностей нет, несмотря на резкое сокращение импорта и рост положительного торгового сальдо, совокупный спрос на валюту, предъявляемый населением, предприятиями и банками, вместе со спросом государства для обслуживания внешнего долга.

Сохраняется неопределенность спроса на валюту со стороны банков и предприятий. Полученные доходы от переоценки валютных активов в IV квартале 1998 г. достигли 80% валовых доходов банковской системы. Однако по мере стабилизации курса в начале 1999 г. они заметно снизились. Потенциальная потребность в покупке валюты для получения девальвационного дохода, существующая у банков и их клиентов, может реализоваться в условиях изменения инфляционных и курсовых ожиданий рыночных субъектов и ослабления валютного контроля. Все это может привести к резкому обострению конкуренции на валютном рынке между государством и честными "игроками". В целом динамику спроса и предложения на рынке иностранной валюты можно представить следующим образом (см. табл. 1).

 *Таблица 1*

## Потенциальное предложение валюты

*(млрд. долл.)*

|  |
| --- |
|  |

Анализ полученных результатов показывает, что платежный баланс России остается довольно неустойчивым - возможности государства по аккумулированию валютных ресурсов (либо для платежей по внешнему долгу, либо для наращивания валютных резервов) крайне ограничены, если оно будет опираться только не текущие операции. Но дефицит валютных поступлений по текущим операциям не является неразрешимой проблемой, если страна может привлечь достаточный объем внешних инвестиций и кредитов. Так, в 1996-1997 гг. отрицательный баланс по текущим операциям компенсировался притоком портфельных инвестиций в Россию в сумме около 40 млрд. долл. (преимущественно в форме покупки нерезидентами ГКО-ОФЗ и еврооблигаций). Однако после дефолта по внутреннему и части внешнего долга чистый экспорт товаров и услуг остается практически единственным источником предложения валюты. Из приведенного анализа видно, что консолидированные возможности государства (правительства и Банка России) по аккумулированию валютных ресурсов весьма ограничены. Поскольку для нашей страны своевременные платежи по внешнему долгу остаются более приоритетной задачей, то наращивание валютных резервов представляется маловероятным.

 **ПРОГНОЗ МОНЕТАРНОГО КУРСА РУБЛЯ**

Можно выделить два основных фактора, которые будут обусловливать динамику движения валютного курса в обозримой перспективе:

1. изменение монетарного курса рубля под влиянием денежно-бюджетной политики государства и спроса правительства на валютные ресурсы Банка России для осуществления платежей по внешнему долгу,
2. структурные изменения в реальном секторе экономики, возможность российской экономики диверсифицировать свой экспорт и занять новые ниши на мировых рынках, что будет способствовать изменению реального курса рубля, соотношения курса и паритета покупательной способности, эффективности экспортно-импортных операций.

Монетарный курс рубля определяется двумя составляющими: объемами денежного предложения и уровнем золотовалютных резервов Банка России. С начала 1999 г. денежная политика Банка России стала более продуманной, направленной на удержание под контролем как инфляции, так и валютного курса рубля, в результате чего динамика основных макроэкономических показателей существенно стабилизировалась. Наряду с законодательно закрепленными ориентирами денежной политики на 1999 г. это позволяет сформулировать качественные и описать количественные сценарии развития ситуации на ближайшую перспективу.

Динамики денежного предложения в России в текущем году будет зависеть главным образом от операций Банка России на валютном рынке, поскольку остальные каналы наращивания денежного предложения ограничены в объемах. Так, законом о федеральном бюджете на 1999 год объем кредитования Банком России правительства зафиксирован на уровне 32,7 млрд. руб. К этому следует добавить 20-25 млрд. руб., «перешедших» Минфину от Банка России по итогам 1998 г. (создание капитала АРКО, запас средств на погашение ГКО и выплату купонов по ОФЗ). Объем кредитования Банком России банковского сектора в течение года будет, видимо, ограничен суммами порядка 12-15 млрд. руб.

Изменение уровня ЗВР Банка России будет определяться объемом чистых покупок валюты им на валютном рынке и спросом правительства на валютные ресурсы для обслуживания внешнего долга.

Инфляционно-девальвационные последствия платежей правительства по внешнему долгу зависят не только от объема обязательств, но и от способа осуществления платежей:

* из доходов федерального бюджета (собранные налоги, доходы от приватизации и прочие доходы);
* за счет снижения золотовалютных резервов Банка России;
* за счет кредитов Банка России правительству и покупки валюты на рынке.

Очевидно, первый способ является наиболее приемлемым с точки зрения макроэкономический стабильности. Покупка валюты Минфином из собранных налогов не увеличивает денежного предложения и повышает спрос на рубли. Не менее очевидно и то, что этот способ требует существенного укрепления доходной чести бюджета, чего, однако, трудно ожидать в ближайшие месяцы.

В макроэкономических последствиях второго и третьего способов нет принципиального различия. Вся разница заключается в наиболее «прозрачном» оформлении кредитных отношений правительства и Банка России. Второй способ, используемый в настоящее время, скрывает реальные источники финансирования бюджетного дефицита, поскольку замещает рублевое кредитование правительства косвенными валютными кредитами Центрального банка (через банки с государственным участием). Вместе с тем способ использования резервов Банка России для платежей по долгам позволяет в течение некоторого времени обходиться без увеличения денежного предложения (если Банк России не компенсирует потерю резервов своими покупками на валютном рынке). Рублевое же кредитование правительства Банком России или покупка им самим соответствующих объемов валюты на рынке неизбежно ведет к увеличению денежного предложения.

Как отмечалось выше, объем критических платежей России по внешнему долгу составляет 7 млрд. долл., и максимальные возможности государства по приобретению валюты на рынке достигают 3-7 млрд. долл. (что соответству5ет потенциальному предложению валютных ресурсов от внешнеторговых операций). При отсутствии новых внешних заимствования и при недопущении Россией дефолта по новым обязательствам золотовалютные резервы Банка России доже в случае полной мобилизации «свободных» валютных ресурсов внутри страны могут сократиться к концу текущего года до 8,2 млрд. Долл. Однако на вопрос о том, насколько Банк России окажется способным проводить столь «агрессивную» политику на валютном рынке, нельзя дать однозначный ответ.

Существенное изменение эффективности экспортно-импортных операций под воздействием резкого изменения курса рубля привело к нарушению многих устоявшихся соотношений. При этом в первой половина 1999 г. сезонная составляющая российского валютного рынка в полной мере сохранила свое влияние. Так, если в IV квартале 1998 - I квартале 1999 гг. снижение золотовалютных резервов Банка России оказалось равным сумме «обязательных» платежей Минфина по российской части внешнего долга (что означает практически нулевое сальдо покупок и продаж валюты Банком России), то в апреле-мае 1999 г. Банк России смог купить, по оценке, около 2,6 млрд. долл. Это позволило ему не только осуществить платежи по внешнему долгу, но и несколько нарастить свои валютные резервы.

Вместе с тем золотовалютные резервы Банка России могут возрасти в результате покупки золота внутри страны на сумму около полумиллиарда долларов (50-55 т золота) или за счет проведения финансовых операций с запасами платиноидов на мировом рынке (до 1,5 млрд. долл.). Кроме того, достижение согласия с МВФ по экономической программе позволяет России получить в течение полутора лет около 4,5 млрд. долл., из которых в текущем году будет выделено как минимум 2 млрд. долл. В дополнение к этому Россия вполне может рассчитывать на получение кредитов Всемирного банка и правительства Японии в течение двух лет на сумму около 3,3 млрд. долл.

В нынешней ситуации можно выделить три возможных сценария динамики денежного предложения и уровня ЗВР Банка России, которые будут определять траекторию изменения монетарного курса рубля. Сценарии различаются объемами покупки валюты Банком России на рынке и суммами внешних кредитов. Предполагается, что во всех сценариях сумма платежей по внешнему долгу составляет 7 млрд. долл.

В рамках первого - пессимистического - сценария предусматривается, что внешние кредиты не предоставляются. Внешний долг полностью выплачивается за счет резервов Банка России, который будет стремиться к максимально возможной покупке валюты внутри страны (около 5 млрд. долл. за год, в том числе 2,5 млрд. - в июне-декабре текущего года). Таким образам, ценой снижения резервов до уровня обеспечения «критического импорта» страна может осуществить первоочередные платежи по погашению внешнего долга даже баз помощи МВФ. Однако при таком сценарии золотовалютные резервы Банка России сократятся к концу года до 9,8- 10,3 млрд. долл., а монетарный курс не превысит 46-48 руб./долл.

Второй - базовый - сценарий предполагает получение внешних займов в сумме 2,5 млрд. долл. До конца года, что позволяет Банку России проводить менее «агрессивную» политику покупок валюты на внутреннем рынке. В этом сценарии с июня и до конца текущего года он покупает не более 1,5 млрд. долл. (4 млрд. за год), сохраняя объем валютных резервов к концу года практически неизменным по сравнению с началом года (немногим менее 12 млрд. долл.). Монетарный курс рубля в таких условиях может составить к концу года около 37-39 руб./долл.

Третий - оптимистический - сценарий предусматривает получение внешних займов и максимальную мобилизацию Банком России всех «свободных» валютных ресурсов (7 млрд. долл. в течение всего года или 4,5 млрд. за период с начала июня до конца текущего года), что позволяет к концу года довести рост золотовалютных резервов до уровня более 14,5 млрд. долл. Такая политика приводит к повышению обеспеченности резервных денег золотовалютными резервами и к снижению монетарного курса в меньших масштабах, чем в других сценариях. К концу года он достигнет 33-35 руб./долл.

Основные макроэкономические показатели, характеризующие описанные сценарии, приведены в таблице 2.

|  |
| --- |
|  |

Ясно, что почти двукратное снижение уровня монетарного курса в рамках первого сценария несовместимо с удержанием инфляции на уровне не выше 50-60% по итогам года (как это предполагается исходя из сегодняшней ситуации), Скорее всего, в данном случае экономика прореагирует на падение курса рубля ускорением темпов инфляции до 80-100% годовых, что, в свою очередь, повысит курс доллара. В то же время как второй, так и третий сценарии вполне могут "сосуществовать" с прогнозируемым уровнем инфляции.

Из приведенных оценок видно, что позиции рубля становятся тем прочнее, чем более "агрессивную" политику по покупке валюты на рынке проводит Банк России. Этот вывод довольно тривиален, но, к сожалению, он не доминирует в сознании политических лидеров. Не стоит чрезмерно успокаиваться стабилизацией валютного курса рубля и ростом валютных резервов Банка России весной текущего года. Во многом это было достигнуть за счет сезонных и конъюнктурных факторов во внешней торговле и в результате отказа правительства от платежей по третьему траншу "вэбовок". Важно четко понимать, что за сезонным превышением предложения валюты весной следует возрастающий спрос на валюту в начале осени. До настоящего времени нет полной уверенности в получении всех траншей кредита МВФ. Поэтому в конце лета наряду с действием сезонных факторов можно ожидать усиления монетарного давления на валютный курс, что может привести к новому падению курса рубля и сближению валютного и монетарного курсов.

Учитывая инерционность экономических процессов, можно предположить, что динамика изменения валютного курса будет незначительно отличаться от динамики монетарного курса. Вместе с тем не надо забывать, что соотношение этих двух показателей в существенной мере зависит от действий психологических факторов, изменений спроса на рубли в экономике. В случае резких изменений можно ожидать большего разрыва в динамике монетарного и валютного курсов.

Нельзя не повторить, что укрепление позиций российской валюты зависит не только от целевых установок денежных властей, но и от преодоления структурных противоречий, которые привели к падению спроса на рубль. О качественных изменениях в денежно- кредитной сфере можно будет судить тогда, когда ценность рубля станет поддерживаться ростом спроса на национальную валюту, что, в свою очередь, требует ослабления инфляции, восстановления организованных сбережений населения и финансовых рынков, достижения реальных сдвигов в собираемости налогов, повышении конкурентоспособности российской продукции, реструктуризации банковской системы.

 ПРОБЛЕМА СЛАБОГО РУБЛЯ И ТЕНДЕНЦИИ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Падение курса рубля создало значительный (возможно, с избытком) потенциальный запас ценовой конкурентоспособности для российского реального сектора - как для отраслей-экспортеров, так и для импортозамещающих производств. Россия вновь, как и в 1992-1994 гг., превратилась в относительно "дешевую" по отношению к доллару страну. Если в 1996-1997 гг. соотношение номинального курса рубля и его ППС составляло 1,9-2,0, то к концу I квартала 1999 г. этот разрыв увеличился до 3,9-4,0 (см. табл. 3).

 Таблица 3

*Оценка разрыва между курсом рубля*

*и его паритетом покупательной способности*

|  |
| --- |
|  |

 \* Текущий курс - доллар/австрийский шиллинг.

 \*\* Фиксированный курс - доллар/ австрийский шиллинг. Австрийский шиллинг учитывается постольку, поскольку Австрия выступает в качестве эталонной страны при сравнении потребительских "корзин". Поэтому изменение курса шиллинга к доллару несколько искажает оценки. Чтобы снять этот "эффект", в последней колонке расчет сделан при фиксированном курсе доллара к шиллингу.

Довольно ярко эффект удешевления российской продукции проявился в снижении долларовых цен на отечественные автомобили и бензин на внутреннем рынке. В конце 1998 - начале 1999 гг. вследствие девальвации цены на автомобили "ВАЗ" (в долларовом выражении) вернулись к уровню 1992 г. (а на бензин - 1993 г.). Тем самым не только было нейтрализовано подорожание отечественной продукции за годы инфляции, но и произошло резкое сближение цен на отечественные товары с их реальными качественными характеристиками (для автомобилей) или с реальным уровнем налогообложения (для бензина).

Обесценение российского рубля после 17 августа 1998 г. далеко вышло за пределы, диктовавшиеся относительно убытками экспортных секторов экономики, возникшим в результате падения мировых цен в первой половине 1998 г. Для относительно равновесного курса, обеспечивающего стабилизацию платежного баланса, требовалась девальвация не более чем на 30-50%. Избыточное обесценение рубля обусловлено не только психологией участников рынка и политическим кризисом, но и структурными проблемами российской экономики, завышенным уровнем импортного потребления, неконкурентоспособностью значительной части промышленности и сельского хозяйства в условиях сильного рубля и низкой инфляции. Обесценение рубля по отношению к доллару "подпитывало" рост цен, а инфляция и удорожание импорта привели к "бегству" от рубля и подталкивали его курс вниз: образовалась девальвационно-инфляционная спираль, проявившаяся особенно наглядно на рубеже 1998-1999 гг.

Мы считаем, что раскручивание этой спирали произошло в результате, с одной стороны, влияния на экономику политических событий, с другой - несдержанности денежной политики Банка России в конце 1998 г. После "корректирующей" девальвации в сентябре прошлого года темпы обесценения рубля практически полностью совпадают с динамикой потребительских цен. Это означает, что если бы Банк России предотвратил развертывание девальвационно-инфляционной спирали, то валютный курс мог бы составлять 12-15 руб. за долл.

Обычно после резкой девальвации дальнейшая динамика курса валюты начинает отставать от динамики внутренних цен, постепенно сокращая разрыв между курсом валюты и ППС. В России, несмотря на падение паритета покупательной способности почти до 28-30% валютного курса, сокращение разрыва пока проявляется слабо.

Безусловно, в этой связи нельзя обойти вниманием вопрос о том, насколько российская экономика готова использовать вновь обретенный потенциал? Хорошо известно, что девальвация является "обоюдоострым" инструментом экономической политики. Это в полной мере нашло свое отражение и в России.

*Плюсы и минусы девальвации.*

*Плюсы:*

1. Значительно улучшилось сальдо внешнеторговых операций России (до 25-29 млрд. долл., по оценке, на текущий год) в результате резкого сокращения импорта. Повысилась ценовая эффективность экспортных операций (от -10% в первой половине 1998 г. до 160-180% к концу года) по основной номенклатуре сырьевых и топливных товаров.
2. Экспортеры существенно укрепили финансовое положение, смогли снизить относительное бремя своей задолженности бюджету и другим кредиторам. Так, если в первой половине 1998 г. задолженность нефтяной отрасли перед бюджетом превышала трехмесячный объем экспортной выручки, то в декабре она составила всего месяц (в целом проблема погашения задолженности еще далека от полного ее разрешения).
3. За счет увеличения финансовых ресурсов, находящихся в распоряжении экспортеров, произошел определенный рост денежных накоплений в реальном секторе. Как следствие этого несколько упала доля бартера в совокупных продажах промышленных предприятий.
4. Сокращение импорта расширило спрос на отечественные товары. Улучшение финансового положения предприятий и повышение спроса способствовало оживлению производства в машиностроении, отчасти в легкой промышленности, в отраслях черной металлургии, лесной, целлюлозно-бумажной и деревообрабатывающей.

*Минусы:*

1. Резко обострилась проблема внешней задолженности государственного и частного секторов экономики. Федеральное правительство *де-факто* объявило дефолт примерно по половине своих обязательств, ряд регионов не смог справиться с финансовыми обязательствами, номинированными в иностранной валюте.
2. Курсовые потери российского банковского сектора (внешние займы и форвардные контракты) оказались наиболее существенными в результате банковского кризиса.
3. Сокращение импорта, в первую очередь потребительских товаров, привело к снижению совокупных объемов потребления населения и, следовательно, к снижению уровня его жизни.
4. Удорожание импорта резко уменьшило инвестиционные возможности реального сектора российской экономики, в котором годовые финансовые накопления (прибыль плюс амортизация) в валютном эквиваленте снизились более чем вдвое.

Такое двойственное воздействие девальвации на экономику создает предпосылки для развития двух разнонаправленных тенденций, за которыми прослеживаются интересы различных секторов экономики (см. табл. 4).

 *Таблица 4*

*Основные характеристики отраслей-экспортеров*

*и импортозамещающих отраслей (в %)*

|  |
| --- |
|  |

*Первая тенденция.* Образование большого разрыва между внутренними и мировыми ценами на топливо «подпитывает» тенденцию к опережающему росту внутренних цен на нефть и нефтепродукты, тем более что рынок этих продуктов корпоративно монополизирован. Стремление восстановить старые (или близкие к ним) пропорции сравнительной рентабельности внутренних и экспортных продаж, безусловно, будет целью нефтяников, но ее достижение возможно только при кратном повышении уровня внутренних цен на нефть и нефтепродукты. Кроме того, в экспортном секторе экономики постепенно накапливается « потенциал» инфляции издержек (зарплата, комплектующие, транспортные и энергетические тарифы, экспортные пошлины), бремя которой постепенно будет перекладываться на внутренних потребителей. Это может привести к ускоренному повышению цен на энергоресурсы и как следствие к раскручиванию инфляционной спирали, которое имело место в 1992-1994 гг. Темп роста цен будет зависеть главным образом от проводимой денежной политики, но раскручивание инфляции издержек постепенно приведет к исчерпанию того потенциала рентабельности, который получили экспортеры.

В результате восстановления доавгустовского паритета цен внутри страны любое неблагоприятное изменение конъюнктуры мировых цен на энергоресурсы обернется давлением экспортеров в направлении новой девальвации рубля. Такой сценарий, безусловно, перечеркивает все надежды на технологическое обновление российской промышленности. Повышение конкурентоспособности продукции обрабатывающих отраслей, диверсификацию экспорта и, следовательно, на усиление устойчивости платежного баланса страны. Проблема внешнего долга России при этом останется просто хронической.

*Вторая тенденция.* Развитие инфляционных процессов будет тормозиться не только из-за ограничений денежной политики, но и достаточно жестких ограничений спроса со стороны населения и бюджета. Слабый рубль повышает не только доходы экспортеров, но и издержки для общества. В первую очередь среди проигравших оказывается население, реальные доходы которого падают. В результате снижается выручка от продаж производителей потребительской продукции. Именно поэтому они объективно заинтересованы в последовательном укреплении рубля.

Отечественная промышленность и сельское хозяйство не в состоянии в короткие сроки компенсировать в полной мере спад импорта, что грозит сокращением физического объема потребления. Высокая степень износа основных фондов и потребность в модернизации требуют увеличения импорта оборудования (а отчасти и сырья, особенно для легкой и пищевой промышленности). Поэтому слишком дешевый по отношению к доллару рубль в среднесрочной перспективе может стать сдерживающим фактором для инвестиций в обрабатывающие отрасли.

В такой ситуации альтернативный сценарий развития экономики предполагает наряду со сдерживанием инфляционных процессов проведение активной политики стимулирования спроса на отечественную продукцию и резкого поста инвестиционной привлекательности российской экономики. Только увеличивая инвестиции в реальный сектор. Обновляя технологический потенциал, Россия может надеяться на повышение конкурентоспособности своих товаров на внутреннем и, самое главное, на внешнем рынке, на постепенное решение проблемы внешнего долга. Подобная политика неизбежно будет вести к сближению курса рубля и ППС.

Сдерживание новой инфляционной "волны", проведение денежной политики, направленной на медленное повышение реального курса российского рубля, изменение отношения к внешним инвесторам и усиление защищенности прав собственности дают возможность российской промышленности в течение нескольких лет сохранить значительную ценовую конкурентоспособность. При этом российская промышленность и банковский сектор должны извлечь уроки из событий не только августа 1998 г., но и предшествующих лет, когда значительная ценовая "фора" была растрачена в инфляционной "гонке" без каких-либо качественных изменений общего уровня конкурентоспособности. Безусловно, ослабление курса рубля позволяет решать некоторые проблемы экономики, но следует понимать, что неизбежной оборотной стороной этой «медали» являются снижение уровня жизни всего населения и нарастание отставания национальной экономики. Один из главных уроков кризиса 1998 г. состоит в том, что не может быть по-настоящему твердой национальной валюты в стране с неконкурентоспособным реальным сектором, опирающейся исключительно на экспорт сырьевых товаров.

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

## Во всех странах мира государственный долг и дефицит бюджета являются ключевыми вопросами дискуссий об экономической политике правительства. В странах с так называемыми развивающимися рынками долги всегда порождали серьезные финансовые кризисы. Мексиканский кризис, а вслед за ним и «обвал» валют на азиатских рынках привел к тому, что участники рынков капиталов начали тщательно отслеживать сроки погашения долгов. После спекулятивных атак на рубль, последовавших летом 1998 г., российское правительство стало понимать, что в мире, где существует высокая мобильность капиталов, их рынок окажет на Россию сильное воздействие.

Замена «плавающего» обменного курса скользящим валютным «коридором», произошедшая в середине 1995 г., обусловила зависимость процентных ставок от настроений, преобладавших в кругах международных инвесторов. Их неблагоприятное изменение могло провоцироваться внешними шоками. Таким образом, неустойчивость возникала не вследствие серьезного повышения рисков, связанного с ухудшением макроэкономической ситуации в самой России, а в результате естественного (для мира, характеризующегося свободным перемещением капиталов через границы) распространения влияния финансового кризиса, разразившегося в других странах (в донном случае – в Юго-Восточной Азии).

Если российское правительство ставило перед собой задачу удержания обменного курса в рамках «коридора», то в период, когда инвесторы были склонны избегать риска работы на развивающихся финансовых рынках, приходится мириться с повышением процентных ставок до того уровня, который диктовал рынок. В то же время непомерно высокие процентные ставки настолько увеличивали бремя обслуживания долга, особенно краткосрочных рублевых обязательств, что рынок воспринимал его как непосильное. Настороженность участников рынка, в свою очередь, повышала риск девальвации, ибо, соглашаясь с повышением процентных ставок во имя удержания обменного курса, правительство могло оказаться вынужденным отпустить обменный курс для предотвращения банкротства. Таким образом, именно опасения риска девальвации замкнули порочный круг, что привело страну как к банкротству (дефолту), так и к значительной девальвации рубля. Проблема усугублялась падением цен на нефть и увеличением объема импорта, результатом которых стало отрицательное сальдо баланса текущих операций. Столь высокие процентные ставки отражали противоречия между бюджетно-налоговой ситуацией и режимом обменного курса, ставшие основной причиной неудачи плана финансовой стабилизации. В конечном счете, политику обменного курса следует привести в соответствие с фискальной политикой.

Положение становилось еще более опасным из-за государственного долга, который к тому моменту, когда разразился мировой финансовый кризис: а) уже приобрел значительные размеры; б) возрастал такими темпами, что правительство не успевало его погашать, и в) самое главное, имел чрезвычайно короткие сроки погашения. С учетом тающего доверия инвесторов эти краткосрочные долговые обязательства не удавалось рефинансировать под приемлемые проценты, что провоцировало кризис ликвидности, несущий угрозу неплатежеспособности.

В принципе эту угрозу можно было бы ослабить, а то и вовсе снять тремя способами. Во-первых, обратить вспять утечку капиталов за рубеж, особенно тенденцию к долларизации экономики, и тем самым обеспечить высокий спрос на рублевые долговые обязательства, а значит, защититься от непредсказуемого перетока капиталов на мировых рынках. Во-вторых, сбалансировать бюджет, устранив необходимость в новых заимствованиях и снизив расходы на обслуживание существующего госдолга. В-третьих, вернуться к «плавающему» курсу рубля, при котором уровень процентных ставок определялся бы мерами внутренней денежно-кредитной политики. Данный подход может показаться весьма привлекательным, если вспомнить, что в основе российской стабилизационной программы, с помощью которой удалось снизить инфляцию, лежали показатели денежного обращения, а не обменный курс, играющий роль номинального «якоря». На практике, однако, фиксация курса через шесть месяцев после начала выполнения программы имела мощный стабилизирующий эффект, весьма ценный для властей. В связи с преобладанием импортной продукции на рынках продовольственных и потребительских товаров значительная девальвация повлекла бы за собой резкое повышение индекса потребительских цен. В более длительной перспективе стабильность обменного курса способствовала бы репатриации вывезенных из страны капиталов благодаря превращению рубля в достойный доверия финансовый актив, выступающий в качестве надежного средства сбережения, а до того момента она служила бы фактором привлечения в Россию частного международного капитала – единственного альтернативного источника финансирования помимо ограниченных ресурсов, поступающих по линии международных финансовых организаций.

Следовательно, с точки зрения как краткосрочных, так и долгосрочных приоритетов и целей имелись серьезные причины для того, чтобы попытаться удержать курс рубля. С учетом того, что политика обменного курса сама по себе являлась важным элементом мер по предотвращению «бегства» капитала, единственным способом разрешения сложившейся ситуации было преодоление несбалансированности бюджета.

Корректировка фискальной политики, необходимая для предотвращения краха, наступившего в августе 1998 г., могла быть осуществлена в достаточно сжатые сроки. На практике попытка предпринять необходимые шаги столкнулась с противодействием со стороны ряда политических групп, что было усугублено нерешительностью прежнего правительства в проведении налоговой реформы. Если оценивать ситуацию в ретроспективе, то следует признать, что благоприятная конъюнктура на финансовых рынках в 1996-1997 гг. давала возможность на период проведения корректировки фискальной политики прибегнуть к «промежуточному» финансированию. Вместо этого российское правительство ухватилось за новую возможность выйти на рынки капиталов, воспользовавшись ростом цен на облигации. И только в чрезвычайной ситуации, возникшей в результате "азиатского" кризиса. Была проявлена политическая воля, требующая всех препятствий, будь то внешних (доверие рынка) или внутренних (политическое противодействие), времени уже не осталось.

 Таким образом, реформаторский этап российской экономической политики, начавшийся с банкротства декабря 1991 г., закончился банкротством августа 1998 г. Урок, который можно извлечь из этого, достаточно прост: финансовые катастрофы будут повторяться до тех пор, пока система государственный финансов не будет упорядочена путем проведения подлинной бюджетно-налоговой реформы.

***СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ***

1. *Алексашенко С., Клепач А., Осипова О., Пухов С.*

*Куда «плывет» рубль?/ Вопросы экономики 1999 г. № 6.*

1. *Бункина М.К.., Семенов В.А.*

*Макроэкономика (основы экономической политики).- М.: АО «ДИС», 1996 г.*

1. *Гранвилл Б.*

*Проблемы стабилизации денежного обращения в России./ Вопросы экономики, 1999 г. № 1.*

1. *Теоретическая экономика. Политэкономия. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997 г.*
2. *Экономика. – М.: Изд-во БЕК, 1997 г.*
3. *Экономическая теория. – Минск: ИП «Экоперспектива», 1997 г.*