

**КАК НЕ СТЕРЕТЬ
СВОЕ ПРОШЛОЕ?**
с. 15

**ЮБИЛЕЙНОЕ.
АНДРЕЙ ВАВИЛОВ
ОБ УРОКАХ ДЕФОЛТА** с. 45

**ЕСЛИ НА ВАС ОХОТЯТСЯ,
ЗНАЧИТ, ВЫ КОМУ-ТО
НУЖНЫ** с. 66

www.profile.ru

ПРОФИЛЬ

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ • № 32/1 сентября 2008

ПОДПИСНОЙ ИНДЕКС 71800

DER SPIEGEL

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ РОДИОНОВА



УЧИ ИСТОРИЮ!

с. 14



НЕГРАМОТНЫЙ ТОТ-ЖЕ **СЛЕПОЙ**
ВСЮДУ ЕГО ЖДУТ НЕУДАЧИ И НЕСЧАСТЬЯ.



REUTERS

Былое и думы

■ АНДРЕЙ ВАВИЛОВ

Уже десятилетие прошло со времени самого сильного экономического потрясения в современной российской истории. Казалось бы — урок преподан, ошибки учтены. Однако в последнее время с новой силой звучат опасения возможности «повторения пройденного».



REUTERS

Финансовый кризис 1998 года стал очень серьезным уроком для российских властей, подведя итог первому этапу рыночных реформ в нашей стране. В связи с прошедшим на днях десятилетним юбилеем участники и свидетели тех событий освежили в памяти некоторые их детали. Многие до сих пор пытаются ответить на вопрос, кто несет ответственность за кризис — Минфин, Центробанк, популистская Госдума, МВФ и т.д. Называются имена конкретных лиц, принявших 15 августа 1998 года совершенно неожиданное и «топорное» решение об одновременной девальвации рубля, дефолте ГКО и моратории на выплаты российских банков. Даже спустя десять лет полемика нередко ограничивается сведением личных счетов, обвинениями и оправданиями. Однако кто бы ни был виноват, необходимо понимание причин кризиса и анализ болевых точек российской финансовой системы, которые кризис отчетливо высветил.

Причины и следствия

Причины были обусловлены развитием макроэкономической и политической ситуации в России в период 1995—1997 годов. Это и бюджетный дефицит при антиинфляционной монетарной политике, и связанная с этим экспансия госдолга, и затнувшийся сверх меры режим фиксированного валютного курса, и допуск нерезидентов на рынок ГКО при гарантированном Банком России отсутствии валютных рисков, и неоднозначная роль МВФ, и внутриполитический кризис весны—лета 1998 года, и, разумеется, внешние шоки — падение цен на сырьевые товары и азиатский финансовый кризис, разразившийся летом 1997-го.

Нынешняя макроэкономическая ситуация, казалось бы, радикально отличается от всего того, что происходило десять лет назад. Тем не менее опасения относительно нового финансового кризиса в России обоснованно усиливаются. Возвращаясь к событиям 1998 года, нам хотелось бы обсудить факторы уязвимости финансовой системы, которые не претерпели существенных позитивных сдвигов за прошедшие годы. Это по-прежнему второстепенная роль финансовых рынков, которым недостает разнообразия инструментов и участников (в этом отношении налицо некоторый регресс по сравнению со второй половиной 90-х). Кризис 1998 года усугубился тем, что банковская система была «слабым звеном» финансовой системы, но оказывала большое влияние на политику монетарных властей. Центробанк делал все, что возможно, чтобы спасти отечественные банки, оттягивая девальвацию рубля и подавая банкирам

«Это произойдет летом, скорее всего, в августе»



НИКОЛАЙ ГОНЧАР, депутат Госдумы:

«В конце 1997 года я прочитал статью Андрея Вавилова, опубликованную в журнале «Деньги», с сенсационным заголовком «Я знаю, кризис будет». В ней анализировался прогнозный платежный баланс на следующий год и обосновывался тезис о неизбежной девальвации рубля. Для предотвращения разрушительного финансового кризиса предлагалось как можно быстрее отказаться от существовавшего валютного режима, проведя умеренную девальвацию в пределах 30%.

Однако руководство Банка России категорически отвергло такую возможность. С 1 января 1998 года был денонмирован рубль и расширен валютный коридор. Несмотря на это, Центробанк был вынужден поддерживать интервенциями обменный курс, растрачивая и без того скудные валютные резервы. В декабре 1997-го переговоры с МВФ были провалены из-за нежелания нашей стороны принять жесткую программу налогово-бюджетных мер. В феврале 1998 года они возобновились, и только тогда был официально поставлен вопрос о предоставлении России неотложной помощи. Создавалось общее впечатление какой-то неуверенности, противоречивости в действиях властей, отсутствия четкой стратегии защиты от кризисной угрозы. Российские финансовые рынки с самого начала 1998 года повели себя крайне нервно, подтверждая сомнения в способности руководства выправить ситуацию.

При этом отовсюду слышались успокаивающие заявления, что, дескать, все будет нормально, что угрозы не так серьезны и т.д. В какой-то момент стало очевидно, что это не только демонстрация спокойствия для широкой публики. Власти на полном серьезе верили в неуязвимость России к кризису. С этим резко контрастировала позиция Андрея Вавилова, высказанная в упомянутой статье. Я ему позвонил и в разговоре напрямую задал вопрос, когда и как мог бы случиться финансовый кризис. На что он ответил, что наверняка это произойдет летом, скорее всего, в августе, когда все уйдут в отпуска. Ситуация на финансовых рынках может резко обостриться именно в тот момент, когда никого не окажется на месте. Впыхвах будет принято самое глупое решение, какое только возможно... К сожалению, Андрей Вавилов оказался прав».

прямые сигналы о неизбежности дефолта. Многие банки этим воспользовались и вовремя вышли из ГКО, но остались с плохими валютными рисками из-за форвардных контрактов с нерезидентами и залоговых соглашений с иностранными кредиторами. Для максимального привлечения горячих денег в 1996—1997 годах все валютные риски фактически брала на себя российская банковская система. Неудивительно поэтому, что решение о моратории по внешним выплатам было принято, чтобы спасти именно российские банки; туда же шли основные рублевые вливания осенью 1998 года. Многие из них обанкротились, однако успели слить активы в бридж-банки, оставив «крайними» своих вкладчиков.

За прошедшие десять лет изменений не так много. По-прежнему не очень надежная банковская система доминирует над другими институтами и рынками. Хотя доля банков в кредитовании инвестиций в основной капитал чрезвычайно низка, всего 9,4%, многие из них вовлечены в потенциально рискованные операции с финансовыми активами в России и за рубежом. Основным источником производственных капиталовло-

жений остается самофинансирование предприятий. Банковская система так и не стала передаточным механизмом трансформации сбережений в инвестиции реального сектора. Однако, как и десять лет назад, она является ключевым проводником внешних финансовых рисков, которые сегодня стали намного опаснее, чем десять лет назад. Всего за два последних года внешние долги российских банков выросли в 5,5 раза, с \$31 млрд в начале 2006 года до \$171 млрд к концу первого квартала 2008-го.

Из-за недостатка финансовых инструментов затруднено управление рисками; впрочем, в настоящее время оно мало кого интересует. На благоприятном внешнем фоне не ощущаются потенциальные угрозы, и нет особой потребности в инструментах хеджирования. Следует напомнить, до осени 1997 года для большинства игроков также не существовало проблемы плохих рисков, благодаря фиксированному курсу рубля и гарантированно высоким доходностям по ГКО. Когда ситуация стала резко меняться, выяснилось, что российским банкам надо было хеджировать самих себя вместо нерезидентов. Однако подав-

ляющая часть таких срочных сделок осуществлялась внутри самой банковской системы, что еще больше усугубило ее кризис. К сожалению, до сих пор внебанковский и внебиржевой рынок производных инструментов остается в зачаточном состоянии.

Еще одна проблема десятилетней давности, по-прежнему актуальная, — неэффективность управления финансовыми активами и обязательствами государства. Напомним, в ноябре 1996 года успешно завершились многолетние переговоры с Парижским и Лондонским клубами кредиторов. России присвоили неплохие суверенные рейтинги, появилась возможность привлечения финансовых ресурсов за рубежом. Необходимо было продолжить активную работу с госдолгом, сделав упор на оптимизации его валютной и временной структуры и обеспечив трансформацию значительной части короткого внутреннего долга в длинные валютные обязательства. В 1997 году это было вполне возможно, хотя и предполагало некоторое удорожание обслуживания (в случае умеренной девальвации рубля). Как средство защиты от дефолта и смягчения кризисной развязки это был наилучший вариант. К сожалению, подходящий момент для оптимизации долгой структуры был упущен. Власти попытались заняться этим вопросом, но слишком поздно, в режиме форс-мажора. Обмен части ГКО на евробонды (\$6 млрд) произошел за месяц до августовского дефолта и ничего не изменил (как и бесполезный выброс на валютный рынок \$4,8 млрд транша МВФ в июле 1998 года).

К сожалению, и сейчас управление государственными активами и обязательствами оставляет желать лучшего. Внешний долг государством погашен, однако возникли проблемы совсем иного рода. Ежегодно теляются миллиарды долларов из-за инфляционного и курсового обесценения огромных финансовых активов. Об их защищенности от кредитных рисков «первоклассных» заемщиков вроде ипотечных гигантов Fannie Mae и Freddie Mac, похоже, вообще никто не думал. Нарастивание корпоративных долгов, в том числе крупнейшими российскими госкомпаниями (с \$21,5 млрд в 2000 году до \$295 млрд по итогам первого квартала 2008-го, то есть почти в 14 раз), привело к частичной трансформации внешних рисков сырьевых секторов в финансовые риски государства, усугубив проблему низкой диверсификации экономики. Финансовая политика, как и раньше, определяется бюджетными расходами, что подтверждается ее четко выраженным проциклическим характером. Государство наращивает расходы на стадии перегрева, усиливая инфляционные процессы. В условиях гря-

душего падения темпов роста потребуются урезание расходных статей, что может еще больше подорвать рост экономики на основе внутреннего спроса. Впрочем, и власти вряд ли будут готовы к принятию подобных жестких и непопулярных мер.

Сослагательное наклонение

События 1998 года показали, насколько опасны иллюзии защищенности, в которых иногда пребывает руководство финансовых ведомств. В конце 1996 года подобные иллюзии возникли из-за успеха Бориса Ельцина на выборах и начавшегося притока горячих денег в страну. Отчасти по этой причине власти успокоились, переключившись на внутриполитические разборки. В результате весь предкризисный, 1997 год был упущен как для структурных реформ, так и для превентивных мер по защите финансовых рынков. Не был вовремя отменен валютный коридор, не было принято никаких мер по выходу из фискального кризиса. На какое-то время такие меры вообще потеряли актуальность. Выход России на внешние финансовые рынки и допуск нерезидентов на внутренние гарантировали, как тогда казалось, стабильные источники покрытия бюджетного дефицита. О благодушном настроении монетарных властей того периода ярко свидетельствует помпезно объявленная летом 1997-го Банком России деноминация рубля. Решение избавиться от трех ноликов на купюрах ничего не меняло по существу, но должно было продемонстрировать победу над инфляцией и дальнейшую стабильность рубля (кстати говоря, этот шаг стал одним из политических препятствий к своевременной девальвации).

В смысле иллюзий защищенности нынешнее положение в чем-то схожее. Казалось бы, накоплены колоссальные валютные резервы, и макроэкономической стабильности ничто не может угрожать. По крайней мере, нет смысла беспокоиться по поводу обвальной девальвации рубля. Имея почти \$600 млрд в виде резервов, можно несколько лет держать нужный бивалютный курс, нивелируя валютные риски. Вопрос в том, насколько защищена российская финансовая система от других рисков системного характера, куда более опасных для экономики.

Сравнивая степень уязвимости российской экономики к внешним ценовым шокам сейчас и десять лет назад, можно провести следующий мысленный эксперимент. Цена нефти в 1998 году составляла

\$11 за баррель по сравнению с \$17 за баррель в 1997-м. А что если бы цена не упала, а, наоборот, поднялась до хотя бы безопасного на тот период уровня — \$20—25 за баррель (не говоря уже о нынешних \$110 с лишним за баррель)? С большой уверенностью можно утверждать, что Россия избежала бы финансового кризиса, по крайней мере, в том жутком виде, какой был срежиссирован стараниями тогдашних монетарных властей. Девальвация рубля должна была бы произойти по объективным причинам (к началу 1998 года он был переоценен), но на 20—30%, а не в 4—5 раз. Можно было бы планомерно реструктурировать внутренний долг в евробонды, устранить риски рефинансирования коротких обязательств. Конечно, усилилась бы среднесрочная долговая нагрузка на бюджет, но задним числом мы хорошо знаем, что цена нефти выросла во много раз. Российское правительство преспокойно бы справилось с долгами при любом разумном варианте реструктуризации ГКО—ОФЗ, не запятнав свою репутацию грабительским дефолтом. Наверное, Стабфонд был бы к настоящему времени ниже на \$50—60 млрд, но я не вижу в этом большой беды. Таким образом, разница в цене нефти всего в \$10—15 за баррель десять лет назад могла бы дать совсем иной сценарий дальнейшего развития страны. Используя известную аналогию, можно было бы говорить о «мягкой посадке» российской экономики.

А теперь представим, что произойдет с экономикой России сегодня, если цена нефти упадет с нынешних \$110 за баррель до вполне приемлемых десяти лет назад \$25 (или, если угодно, до \$11 за баррель — для чистоты нашего мысленного эксперимента)? Падение этой цены в 4—5 раз нельзя считать в принципе невозможным. К примеру, ее уровень в 1986 году был в реальном выражении в три раза ниже уровня 1981 года (\$12 к \$32 за баррель номинально или \$24 к \$74 в ценах 2008 года). Трудно спорить с тем, что даже \$25 за баррель могли бы стать сегодня для российской экономики катастрофой посерьезнее катастрофы 1998 года. Предлагаю составные части для ее возможных сценариев: бюджетный дефицит в несколько процентов ВВП, отток капитала, девальвация и товарная инфляция, коллапс рынков активов, неизбежные долговой и банковский

кризисы, спад производства, безработица. Дефолт по госбумагам нам не грозит, но по корпоративным долгам — с очень большой вероятностью (упадет в цене нефть — упадет и газ, а заодно и остальное сырье). Кризис будет усилен последствиями кредитной экспансии и пузырей активов, надувавшихся за пять лет подряд, прежде всего на рынке недвижимости. Экономическая история учит, что такая тремучая смесь почти всегда чревата кризисными развязками.

Я сомневаюсь, что при заданных нами параметрах ценового шока власти смогут предотвратить ход событий по пессимистичному сценарию. Финансовые резервы государства при всем их размере вряд ли остановят развитие системного кризиса. Можно оплатить из Резервного фонда долги «Газпрома» и «Роснефти», но никаких денег не хватит для стимулирования совокупного спроса или поддержки банковской системы. Любая попытка привлечения валютных резервов для спасения «пострадавших» обернется трехзначными темпами годовой инфляции. Кроме того, антикризисная деятельность предыдущих кабинетов и монетарных властей не дает больших оснований для оптимизма. Можно лишь надеяться, что они не ухудшат ситуацию так резко, как это произошло в августе 1998 года. Крайними, как всегда, должны будут стать простые граждане, уже успевшие привыкнуть к модели потребительского общества. Согласятся ли они в очередной раз на такую роль?

Мне могут возразить, что подобный экстремальный вариант событий маловероятен. Но кризис 1998 года тоже прошел по самому крайнему сценарию, который никто не мог вообразить за год до 17 августа. Уроки десятилетней давности важны помимо прочего и для того, чтобы просчитывались самые невероятные, но все-таки возможные варианты. ■



► Даже спустя десять лет после кризиса полемика нередко ограничивается сведением личных счетов, обвинениями и оправданиями