

**Правительство и ЦБ оказались сейчас в сложной ситуации. Определять приоритеты денежно-кредитной политики на ближайшие годы им приходится в условиях мирового финансового кризиса и массы нерешенных внутрироссийских проблем. Но, к сожалению, их действия не вносят определенности в ожидания участников рынка. Более того, создается даже впечатление, что Центробанк и правительство признают, будто кризис в России неизбежен.**

В ноябре 1997 года ЦБ объявил о новом трехлетнем режиме валютной политики. Такое решение вполне логично в случае, если экономика находится в стадии устойчивого роста, успешно собираются налоги, валютные резервы существенно превышают краткосрочные обязательства в национальной валюте перед нерезидентами. Но все это пока нехарактерно для российской экономики, а заявление о новом валютном режиме было сделано уже после начала мирового финансового кризиса. Поэтому оно нацелено на демонстрацию макроэкономической стабильности, а не на ее реальное обеспечение. Подобные действия монетарных властей в условиях глобального финансового кризиса, к сожалению, не вносят определенности в ожидания участников рынка. Да и само установление курса доллара на уровне 6200 руб./\$ с 15-процентными границами колебаний с трудом ассоциируется с режимом фиксированного курса. Такой широкий диапазон допустимых колебаний означает де-факто отказ от явно заданной политики управляемого курса. В этих границах возможны любые непредвиденные изменения курсовых соотношений, связанные с потребностями регулирования платежного баланса. Причем новый режим означает и продолжение сложившейся в 1997 году динамики обесценения рубля с темпом 6-7% в год. Тем не менее заявление ЦБ, скорее всего, означает, что стабильный курс должен удерживаться любой ценой. Об этом свидетельствует также решение поднять ставку рефинансирования одновременно с увеличением нормы резервирования по валютным депозитам.

Монетарные власти могут гарантированно удержать курс рубля стабильным лишь в случае, если всем инвесторам понятно, что резервы ЦБ существенно превышают объем высоколиквидных обязательств в рублях перед нерезидентами, которые в короткие сроки могут вывести капиталы с российского рынка. На момент начала кризиса резервы ЦБ составляли \$24 млрд, обязательства перед нерезидентами на рынке ГКО-ОФЗ и фондовом рынке -- свыше \$36 млрд. Устранить этот дисбаланс можно двумя способами: провести девальвацию рубля на 25-30% или повысить доходность внутренних инструментов на величину, учитывающую реальный риск девальвации такого размера, то есть примерно до 45-55%.

Именно такую картину мы и наблюдаем на рынке ГКО-ОФЗ и фондовом рынке. Средняя доходность ГКО основных выпусков возросла к началу декабря с 17-18 до 35-40%, т. е. в два раза, что обесценило рыночную стоимость ГКО-ОФЗ на 12-13%. Индекс РТС также упал -- более чем на 30%. Но, к сожалению, докризисное соотношение резервов и обязательств сохранилось, так как к началу декабря резервы ЦБР уменьшились на \$6 млрд. Поэтому риски девальвации не уменьшились. И заявления ЦБ о скорой стабилизации -- сразу после Нового года --

не выглядят обоснованными. Особенность резкого повышения процента в том, что его обратное снижение может оказаться гораздо более сложной задачей. На этом основаны прогнозы, согласно которым нормализация ставок в России произойдет только весной-летом следующего года. Принимавшиеся ЦБ смягчающие меры в виде денежной подпитки рынка госбумаг могут привести к повышению инфляционных ожиданий, усилив тем самым рост ставок. Кроме того, денежная накачка в условиях угрожающего валютного кризиса создает почву для начала спекулятивных атак на рубль.

Здесь уместно будет обратиться к опыту других стран в условиях мирового финансового кризиса. После глобальной либерализации финансовых потоков в 80-е годы национальные монетарные власти часто оказываются неспособны противостоять натиску международных капиталов. Неудивительно поэтому, что такие государства, как Корея, Индонезия, Таиланд, Бразилия, первым делом обратились к МВФ с просьбой о предоставлении многомиллиардных кредитов на поддержание платежного баланса. Такие кредиты были выделены на основе пакета мер, включающих ужесточение фискального режима, повышение ставок, а где необходимо -- и девальвацию национальной валюты. Бразильские власти пошли в ноябре 1997 года на повышение ставки с 18 до 43%, но сохранить курсовой режим им удалось скорее благодаря накопленным валютным резервам и своевременной постановке вопроса о помощи МВФ. Заметим, что Россия и Бразилия близки по размеру экономики, численности населения, рейтинговым оценкам, а также по существующим структурным проблемам.

Вообще говоря, повышение процента в целях защиты внутренней валюты не снимает необходимости девальвации. Известно, например, что в ряде стран Европы (например, в Швеции) в 1992 году краткосрочные ставки процента повышали и до 500%, однако кроме прямых потерь для заемщиков эта мера ничего не дала. Если имеются макроэкономические условия для игры на обвал валютного курса -- инфляционная накачка, отрицательный баланс текущих операций при утяжеляющейся отечественной валюте, относительно низкие резервы, банковский кризис, сохраняющийся экономический спад и т.д.,-- валютный кризис предотвратить невозможно. Когда начинаются спекулятивные атаки, вызванные подобными фундаментальными факторами, ничего изменить уже нельзя и следует как можно быстрее проводить девальвацию внутренней валюты. Любые попытки усилить регулирование валютного рынка приводят в таких ситуациях лишь к росту нелегальных потоков капитала.

Само по себе развитие макроэкономической ситуации в России в 1997 году вряд ли могло быть причиной валютного кризиса. Денежная политика не была инфляционной, несмотря на значительный рост денежной массы, который диктовался увеличением спроса и обеспечивался, хотя и недостаточно, накоплением золотовалютных резервов. Кроме того, несмотря на проблемы со сбором налогов, правительство улучшало позиции России на рынке внешних заимствований. Центральный банк поддерживал режим валютного курса, позволявший сохранять обоснованные ценовые пропорции внешнеторгового оборота. Принимавшиеся им меры по пруденциальному регулированию банковской системы способствовали снижению вероятности нового банковского кризиса в случае обвала фондового рынка.

Однако именно с бурным ростом котировок на этом рынке в 1997 году связана одна принципиальная и довольно характерная проблема. В условиях растущего рынка неизбежно возникает разрыв между чистым притоком капитала в страну и увеличением оценки портфеля акций нерезидентов. Этот разрыв зависит от того, насколько низка ликвидность фондового рынка. Если некая сделка по покупке акций увеличивает котировку, это автоматически приводит к увеличению оценки капитала

всех держателей. Такое "наращивание" инвестиционного портфеля во много раз может превосходить реальный объем конвертируемой в рубли валюты. Поэтому суммарный ожидаемый спрос нерезидентов на валюту превышает соответствующую величину внешних резервов Центрального банка, накопленных в результате конвертации иностранной валюты в рубли. Кроме того, увеличение капитализации корпоративного сектора не сопровождалось адекватным приростом реальных инвестиций в производство, что также создавало потенциальную угрозу валютному рынку.

Тем не менее, как показывают события 1997 года, возникновение кризисных ситуаций на этом рынке совсем не обязательно вызвано переоценкой фундаментальных факторов. В последнее время экономисты, занимающиеся международными финансами, все больше говорят о так называемых самореализующихся валютных кризисах. Такие кризисы происходят не вследствие накопленных в данной стране дисбалансов, а в результате хорошо продуманной спекулятивной игры на международном уровне. В частности, если крупные игроки ожидают определенной реакции денежных властей в ответ на предкризисную ситуацию, то при определенных условиях они могут вынудить Центральный банк изменить жесткую политику и пойти на резкую девальвацию и денежную накачку. Не случайно обострившаяся одновременно с началом мировых финансовых потрясений внутриполитическая борьба в России рассматривается некоторыми наблюдателями как проявление подобного рода стратегического манипулирования. Кстати, объявленный в ноябре новый курсовой режим не исключает возможности 20-процентной девальвации рубля в начале 1998 года в качестве меры, радикально снимающей кризисное состояние финансового рынка. В любом случае денежные власти должны учитывать возможность подобных действий со стороны стратегических игроков.

Предпринятая ЦБ попытка ужесточения денежной политики была рассчитана на разумную реакцию иностранных инвесторов, однако она не оказала заметного влияния на их поведение. Дело в том, что определенная часть нерезидентов была готова покинуть российский финансовый рынок при первых же сигналах угрозы, игнорируя возросшую доходность по госбумагам. Именно такой образ действий диктуют принятые во всем мире правила принятия и корректировки портфельных решений. Менеджерам инвестиционных компаний, занимающимся развивающимися рынками, лучше зафиксировать прибыль или убытки, чем брать на себя ответственность за дополнительные риски. Этим объясняется феномен "стадного поведения", благодаря которому мировой фондовый рынок подвержен столь значительным колебаниям. Те же иностранные инвесторы, которые не ушли с российского рынка, тщательно следят за изменениями основных макроэкономических показателей. Произойдет девальвация рубля или нет, зависит прежде всего от их оценки вероятности этого события. С учетом возможного падения котировок российских бумаг Центральному банку не хватает как минимум \$12 млрд валютных резервов, чтобы покрыть потенциальный спрос нерезидентов. Поэтому скоординированная атака на рубль сразу всех участников означает немедленную девальвацию. Но такой исход спекулятивной игры вовсе не является обязательным, так как каждому инвестору в отдельности невыгодно сбрасывать сильно подешевевшие ценные бумаги, особенно если девальвации рубля все-таки не произойдет. Валютный кризис в России, скорее всего, не носит фундаментального характера, поэтому, повторимся, выбор остающихся на рынке нерезидентов зависит от того, как они воспринимают исходящие от государства сигналы.

До декабря доминировали отрицательные сигналы, которые демонстрировали возросшую политическую неустойчивость в стране. Повышение ставки доходности государственных бумаг также не могло быть воспринято

положительно, поскольку служило индикатором начала валютного кризиса. Нетрудно подсчитать, что ожидания 20-процентной девальвации в пределах одного месяца могут вызвать увеличение доходности внутренних инструментов до 800% годовых. Поэтому в сложившейся ситуации увеличение процента никак не свидетельствует о защищенности рубля и означает лишь усиление угрозы девальвации.

Происшедший в начале декабря новый скачок доходности государственных бумаг до 45% годовых, помимо прочего, был спровоцирован циркулировавшими слухами об очередном резком повышении ставки рефинансирования. Центральный банк осознал это и не стал торопиться с повышением ставки.

Положительную роль в стабилизации ожиданий рынка могла бы сыграть любая информация, касающаяся переговоров с МВФ о предоставлении России неотложной помощи. Сам факт того, что Россия имеет шанс получить краткосрочный кредит на поддержание внешних резервов, способствовал бы радикальному изменению поведения инвесторов. К сожалению, обращение России в МВФ состоялось лишь после того, как эта организация уже выдала другим странам кредитов на сумму около \$40 млрд. Исход противостояния денежных властей и рынка зависит еще и от того, насколько российские банки вовлечены в спекулятивную игру против рубля. Однако их участие в ней ограничено тем, что значительное сокращение официальных золотовалютных активов вызывает сжатие рублевой денежной массы. Этот процесс очень быстро натолкнется на жесткие ограничения по рублевой ликвидности, если, конечно, Центральный банк будет соблюдать осторожность, осуществляя новые закупки ГКО. Кроме того, спрос на рублевую ликвидность усиливается потребностями коммерческих банков в денежных остатках, в том числе в связи с убытками от операций с ценными бумагами и неудачными контрактными обязательствами.

Появившаяся информация о требованиях предоплаты на межбанковском рынке отражает возникшие сложности с ликвидностью. В такой ситуации любая попытка ЦБ договориться с крупнейшими банками обречена на неудачу. Каким бы ни был неформальный договор банкиров, каждый из них все равно будет стремиться получить односторонние выгоды от создавшегося положения. В итоге возникает угроза нового банковского кризиса и как следствие -- инфляционной денежной накачки.

Ставка на повышение внутренней доходности усилила падение котировок российских еврооблигаций. Доходность этих бумаг повысилась в ноябре с 8-9 до 12-13%; примерно на столько же упали цены других долговых обязательств России. Это резко сузило возможность эффективных заимствований на внешнем рынке в ближайшие несколько месяцев. Поэтому обсуждаемая в данный момент идея погасить часть выпусков ГКО-ОФЗ за счет дополнительной эмиссии внешних обязательств представляется не вполне рациональной. Предлагая ужесточение режима внутренних заимствований для стабилизации доходности ГКО, ЦБ фактически перекладывает на правительство основную тяжесть мероприятий по стабилизации финансов. В данном случае пример правительства Бразилии, принявшего пакет драконовских бюджетных мер (урезание расходов на 15% при 10-процентном увеличении налогов), в России вряд ли может быть реализован так же последовательно. Это особенно ясно с учетом непрекращающейся борьбы политических группировок и сохраняющейся задолженности правительства перед бюджетными организациями, в том числе по заработной плате. А в условиях хронического налогового кризиса ужесточение бюджета отражается не столько на налогоплательщиках, сколько на получателях бюджетных средств, причем наименее защищенных.

Сейчас очевидно, что правительству необходимо было наращивать эмиссию еврооблигаций в самое благоприятное для России время. Именно в уходящем году необходимо было сделать серию дополнительных выпусков сверхдлинных бумаг на сумму около \$5 млрд и направить эти средства на финансирование дефицита бюджета и даже на погашение ГКО. Такая политика привела бы к эквивалентному росту золотовалютных резервов при существенно меньшем объеме рублевых обязательств перед нерезидентами. Лимиты внешнего финансирования не являлись таким уж принципиальным препятствием и при определенных усилиях могли быть устранены. В нынешних условиях о выпуске долгосрочных еврооблигаций не может быть и речи, а увеличение коротких и среднесрочных внешних заимствований (до пяти лет) серьезно осложнит ситуацию для России через два года, когда существенно возрастут выплаты по реструктуризированным долговым обязательствам. В такой ситуации переход к режиму фактически плавающего курса рубля воспринимается как признание властями неизбежности кризиса государственного долга.

**АНДРЕЙ ВАВИЛОВ, ГЕОРГИЙ ТРОФИМОВ,  
ИНСТИТУТ ФИНАНСОВЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ**