

8. *Debreu G.* Existence of competitive equilibrium // Handbook of mathematical economics, vol. II / Eds. by K. J. Arrow, M. D. Intriligator. Amsterdam, 1982.
9. Макаров В. Л. Экономическое равновесие : существование и экстремальные свойства // Итоги науки и техники : Современные проблемы математики. М., 1982. Т. 19.
10. Полтерович В. М. Экономическое равновесие и хозяйственный механизм. М., 1990.
11. *Gale D., Mas-Colell A.* An equilibrium existence theorem for a general model without ordered preferences // J. Math. Econ. 1975. Vol. 2, N 1.
12. Гильденбранд В. Ядро и равновесие в большой экономике. М., 1986.
13. Полтерович В. М. Экономическое равновесие и оптимум // Экономика и математические методы. 1973. Т. IX, вып. 5.
14. Сотсков А. И. Принцип оптимальности для равновесного распределения производства и потребления // Там же. 1987. Т. XXIII, вып. 2.
15. Карлин С. Математические методы в теории игр, программирование в экономике. М., 1964.
16. *Debreu G.* Economies with a finite set of equilibria // Econometrica. 1970. Vol. 38, N 3.
17. Экланд И. Элементы математической экономики. М., 1983.
18. *Hahn F.* Stability // Handbook of mathematical economics, vol. II. Ibid.
19. Маленко Э. Лекции по микроэкономическому анализу. М., 1985.
20. *Geanakoplos J.* Overlapping generations model of general equilibrium // The New Palgrave : A dictionary of economics. London etc., 1989.
21. *Blanchard O. J., Fisher S.* Lectures on macroeconomics. Cambridge (Mass.), 1992.
22. The New Palgrave : A dictionary of economics. London etc., 1989.

## П. И. Гребенников

### Первый этап функционирования российского рынка краткосрочного государственного долга (1993—1998 гг.)

Министерство финансов России впервые вышло на рынок краткосрочных кредитов в мае 1993 г., разместив на нем бескупонные государственные краткосрочные облигации (ГКО) с 3-месячным сроком погашения. Позднее в этом же году появились ГКО с 6- и 12-месячными сроками хождения. Обратиться к такому источнику получения необходимых средств Министерству финансов пришлось после того, как в целях подавления высоких темпов инфляции Правительство РФ запретило Центральному банку осуществлять прямое кредитование дефицита федерального бюджета; позднее, в 1995 г., такое положение было закреплено в Федеральном законе о Центральном банке.<sup>1</sup> Различие между финансированием дефицита государственного бюджета за счет прямых кредитов Центрального банка и за счет заимствования на кредитном рынке состоит в том, что в первом случае увеличивается ко-

<sup>1</sup> «Банк России не вправе предоставлять кредиты Правительству РФ для финансирования бюджетного дефицита, покупать государственные ценные бумаги при их первичном размещении» (Федеральный закон о Центральном банке РФ. Ст. 22).

личество находящихся в обращении денег, а во втором — их количество остается неизменным, но растет рыночная ставка процента. Рост количества денег повышает совокупный спрос, а рост ставки процента его сдерживает. В этом суть антиинфляционного эффекта изменения способа финансирования дефицита федерального бюджета.

Общая сумма размещенных в 1993 г. ГКО равнялась 150 млрд р. при дефиците федерального бюджета в 27 трлн р. В последующие годы объем размещенных на первичном рынке ГКО и облигаций Федерального займа (ОФЗ) с купонными выплатами и сроком погашения в 380 дней, появившихся с 1995 г., рос в ускоренном темпе с 0.15 трлн р. в 1993 г. до 450 трлн р. в 1997 г. (табл. 1).

Таблица 1

Объемы размещения ГКО—ОФЗ на первичном рынке и перечислений в бюджет (на конец периода; трлн руб.)<sup>2</sup>

	Год				
	1993	1994	1995	1996	1997
Объем размещения	0.15	17.5	134.2	374.1	449.2
Перечислено в бюджет	0.15	5.74	11.0	15.4	6.9
В % от размещения	100	32.8	8.2	4.1	1.5

Доходы от размещения ГКО—ОФЗ стали основным источником внутреннего (отечественного) финансирования дефицита федерального бюджета. В результате внутренний долг государства приобрел соответствующую рыночной экономике форму ликвидных ценных бумаг (табл. 2).

Таблица 2

Динамика доли обязательств по ГКО—ОФЗ во внутреннем долге РФ (на конец периода; трлн руб.)

	Год				
	1993	1994	1995	1996	1997
Внутренний долг всего	15.5	88.4	191.2	336	568
	(9.0)	(14.5)	(11.7)	(14.9)	(21.2)
В том числе по ГКО—ОФЗ	0.15	10.6	76.6	237.1	436
	(0.09)	(1.74)	(4.7)	(10.5)	(16.3)
Доля ГКО—ОФЗ во внутреннем долге, %	0.97	12.0	40.1	70.6	76.8

Примечание. Цифры в скобках — % от ВВП.

<sup>2</sup> Табл. 1, 2, 4, 5 и рис. 1 составлены по: Российский статистический ежегодник. 1996. М., 1996; 1997; 1998; Финансы и кредит.

Соответственно изменилась структура активов Центрального банка (табл. 3).

Таблица 3

Удельный вес кредитов Министерству финансов и государственных ценных бумаг в активе сводного баланса Центрального банка (%)<sup>3</sup>

	01. 01. 1993	01. 06. 1996	01. 01. 1997	01. 01. 1998
Кредиты Минфину	34.2	20.3	20.3	0.08
Ценные бумаги	0.5	17.0	26.6	47.6

Таким образом, у Центрального банка появился гибкий и эффективный инструмент проведения кредитно-денежной политики — операции на открытом рынке государственных ценных бумаг. Возникновение этого рынка сыграло большую роль в подавлении инфляции и укреплении российского рубля. Для закрепления успехов в борьбе с инфляцией Центральный банк с июня 1995 г. установил валютный коридор, уменьшив тем самым объем спекулятивных операций на валютном рынке. Тремя столпами кредитно-денежной политики российских денежных властей стали внутреннее финансирование бюджетного дефицита за счет размещения государственных облигаций, удержание валютного курса в установленном коридоре и регулирование количества находящихся в обращении денег посредством операций Центрального банка на открытом рынке ценных бумаг.

Финансирование бюджетного дефицита за счет заимствования на денежном рынке позволило сдерживать темп роста денежной массы. С другой стороны, временно свободные денежные средства, уходившие ранее преимущественно на валютный рынок (т. е. на кредитование иностранных государств), стали доступны отечественному Правительству, а инвесторы получили возможность обогатить структуру своего портфеля новой разновидностью ценной бумаги.

Но для того чтобы рынок государственных ценных бумаг способствовал эффективному функционированию национальной экономики, нужно гибко управлять государственным долгом, не допуская чрезмерного роста затрат на его обслуживание. В противном случае рыночная ставка процента поднимется до уровня, который исключает возможность производственных инвестиций и экономический рост. Это в полной мере проявилось в российской экономике.

В табл. 4 представлены факторы, обусловившие ускоренный рост объемов заимствования Министерства финансов на денежном рынке, — это перманентно планируемый дефицит федерального бюджета и все увеличивающееся отставание фактически собираемых налогов от планируемых сумм.

<sup>3</sup> Составлено по: Бюл. банковской статистики. 1998. № 2—3; 1999. № 3.

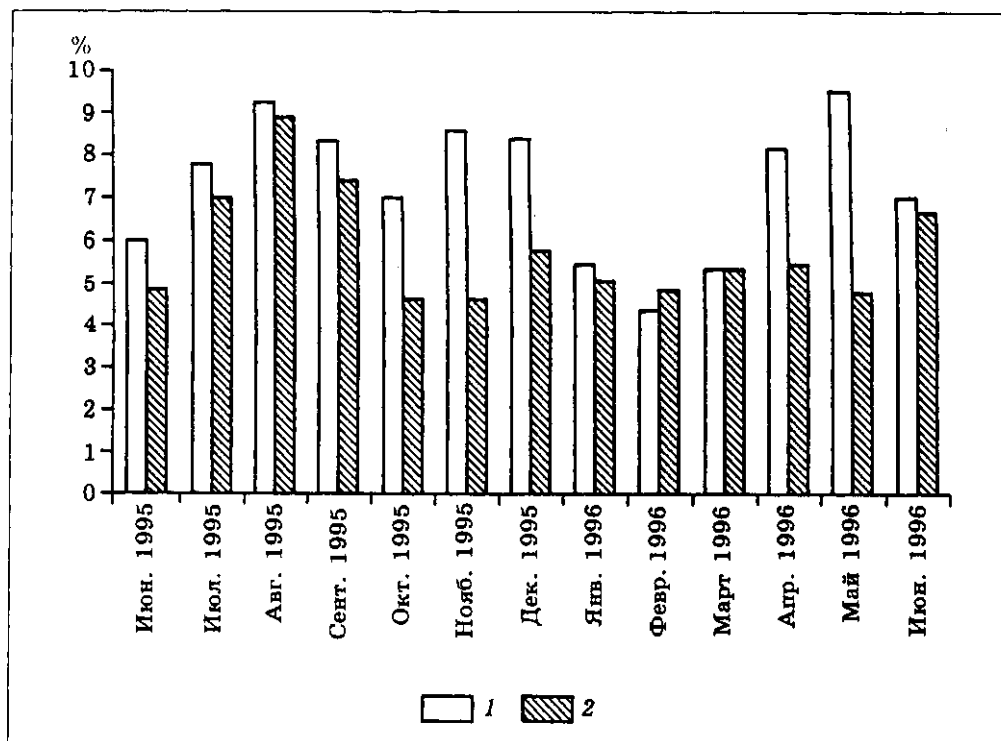
Таблица 4

**Планируемый дефицит федерального бюджета и задолженность по налогам в федеральный бюджет (% к ВВП)**

	Год				
	1993	1994	1995	1996	1997
Плановый дефицит	11.5	10.9	7.9	4.4	10.9
Задолженность по налогам	—	1.5	2.0	3.2	4.0

Кроме быстро растущего предложения на рынке государственных облигаций, его чрезмерная доходность была обусловлена олигополией спроса: основная сумма государственных ценных бумаг покупалась несколькими крупными отечественными банками. Поскольку на этом рынке легко прогнозировать время и объем предложения, то покупатели, координируя свое поведение, могли поддерживать выгодную для себя конъюнктуру.

Все это привело к инверсии процентных ставок: не только аукционная доходность, но и доходность на вторичном рынке ГКО—ОФЗ стала превышать ставку по межбанковским кредитам (см. рисунок).



**Доходность государственных облигаций (%) и межбанковская ставка по кредитам до 30 дней.**

1 — среднемесячная доходность ГКО на вторичном рынке; 2 — межбанковская ставка процента на 1—30 дней.

В результате было выгодно приобретать государственные облигации не только за счет собственных, но и за счет заемных денежных средств. Рынок государственных облигаций начал отвлекать денежные средства не только с валютного рынка, но и с рынка межбанковского кредита. К концу 1995 г. по объему операций рынок государственных ценных бумаг в 2.3 раза превышал валютный рынок и рынок межбанковского кредита вместе взятых. Такой перекоп финансового рынка способствовал возникновению кризиса на межбанковском кредитном рынке: 24.08.1995 предложение денег исчезло, несмотря на то что по однодневным кредитам предлагали 2000 % годовых. В системе мер по преодолению этого кризиса Центральный банк закупил на открытом рынке ГКО на 1.6 трлн р.

Не только кредитные институты, но и предприятия активно участвовали в спекуляциях на вторичном рынке государственных ценных бумаг, поскольку их доходность превосходила рентабельность производства. Это увеличивало недостаток оборотных средств и задолженность перед партнерами и бюджетом.

Рекордной доходности в реальном исчислении рынок государственных облигаций достиг к середине 1996 г. в связи с большими расходами, в том числе и из федерального бюджета, на проведение президентской избирательной кампании.<sup>4</sup> В результате, несмотря на все возрастающую выручку от размещения новых выпусков облигаций, ее стало хватать лишь на погашение ранее выпущенных и оплату процентов; в августе 1996 г. расходы по обслуживанию долга по ГКО и ОФЗ на 1.3 трлн р. превысили выручку от размещения на первичном рынке.

Таблица 5  
Выручка от размещения ГКО—ОФЗ на первичном рынке и объем привлечения средств в бюджет 1996 г. (трлн руб.)

	Март	Апр.	Май	Июн.	Июл.	Авг.	Сент.	Окт.	Нояб.	Дек.
Выручка	24	27	16.3	18.8	30.1	27.0	27.6	34.4	27.6	27.9
Перечислено в бюджет	4.1	1.0	2.4	0.1	0.1	-1.3	0.3	1.1	1.6	1.5

Как видно по данным табл. 1 и 5, к этому времени заимствование государства на внутреннем кредитном рынке практически перестало быть источником привлечения средств в бюджет.

В сложившихся условиях денежные власти были вынуждены принять меры, направленные на повышение бюджетной эффективности рынка государственных облигаций. В 1996 г. на рынок ГКО получили легальный доступ нерезиденты. Высокая по зарубежным меркам доход-

<sup>4</sup> Аукционная доходность 6-месячных ГКО 13.06.1996 превысила 200 % в годовом исчислении (Финансы России. М., 1996. С. 129).

ность этого рынка, удерживаемый в валютном коридоре обменный курс рубля и положительное в течение ряда лет сальдо счета текущих операций в платежном балансе обеспечили обильный приток иностранного капитала в Россию. Если в 1996 г. вывоз капитала из России на 6.8 млрд дол. превышал его ввоз, то в 1997 г. картина была обратная: зарегистрированный приток иностранного капитала на 6.3 млрд дол. превысил инвестиции россиян в иностранные активы.<sup>5</sup> К концу 1997 г. доля иностранных инвесторов на рынке государственных облигаций приблизилась к 30 %.

Усиление конкуренции на рынке государственных облигаций привело к существенному снижению его доходности. С января по октябрь 1997 г. средняя доходность рыночного портфеля ГКО упала с 33 до 16 % годовых. Для обеспечения плавности этого процесса Центральный банк проводил необходимые операции на открытом рынке ценных бумаг. Снижение рыночной ставки процента было необходимо не только для снижения затрат по обслуживанию внутреннего долга, но и для стимулирования инвестиций в реальный сектор экономики.

Приход иностранных инвесторов на рынок государственных ценных бумаг позволил также Министерству финансов за счет изменения структуры рыночного портфеля существенно удлинить средний срок погашения облигаций: с 150 дней в середине 1996 г. до 280 дней в середине 1997 г. В результате замедлился рост внутреннего долга.

Обратная сторона медали открытого для нерезидентов рынка государственных ценных бумаг обнаружилась в конце октября 1997 г. Кризис на финансовых рынках Юго-Восточной Азии привел в резкому оттоку иностранного капитала и с российского рынка. Вследствие массового сброса государственных облигаций их доходность к концу года снова превышала межбанковскую ставку процента и ставку рефинансирования. Центральный банк не смог долго противостоять повышению доходности государственных облигаций посредством закупок на открытом рынке. Увеличивающееся вследствие этого количество находящихся в обращении денег усиливало давление на обменный курс рубля, который и без того проявлял тенденцию к повышению из-за оттока иностранного капитала и сокращения положительного сальдо торгового баланса после падения мировых цен на основные экспортруемые товары. Поэтому Центральному банку пришлось не только почти удвоить ставку рефинансирования, но и расширить на треть границы валютного коридора. Так проявил себя «иронический», как назвал его П. Самуэльсон, парадокс: наличие большого государственного долга увеличивает силу Центрального банка, обеспечивая широкие маневры на денежном рынке, но одновременно ограничивается возможность прове-

<sup>5</sup> Бюл. банковской статистики. 1998. № 7. С. 11.

дения рестриктивной денежной политики, так как рост ставки процента увеличивает затраты по обслуживанию государственного долга.

В сложившейся к началу 1998 г. обстановке Министерство финансов практически отказалось от использования рынка государственных облигаций для финансирования дефицита государственного бюджета. Объем выпуска новых облигаций определялся лишь суммой, необходимой для текущего обслуживания долга по ГКО—ОФЗ. Из-за неблагоприятной конъюнктуры на рынке государственных ценных бумаг 28.01.1998 Министерство финансов отказалось от размещения дополнительного транша ОФЗ. К марту казалось, что денежным властям удалось стабилизировать рынок государственных облигаций. В этом месяце выручка от первичного размещения очередных выпусков ГКО—ОФЗ превысила 34 млрд р. и Центральный банк позволил себе три раза снизить ставку рефинансирования с 42 до 30 %. Однако в мае нахлынула вторая волна азиатского кризиса, и в результате к концу месяца ставка рефинансирования оказалась 150 %.

Для обслуживания внутреннего долга из-за нехватки бюджетных средств пришлось прибегнуть к внешнему заимствованию, которое за первое полугодие 1998 г. составило 7.2 млрд дол., включая размещение еврооблигаций. По факту оказалось, что в 1998 г. дефицит федерального бюджета полностью был профинансирован за границей. (Доля внешних источников финансирования дефицита федерального бюджета в 1997 г. равнялась 57 %, а в 1996 г. — 45 %).

В августе сумма гашения и купонных выплат должна была составить 34.6 млрд р. При нормальном климате на рынке государственных ценных бумаг это не явилось бы неразрешимой проблемой. Так, в марте этого же года аналогичные расходы составили 37 млрд р., но в то время выручки от размещения очередных выпусков облигаций на первичном и вторичном рынках хватало для реструктуризации внутреннего долга. В августе 1998 г. конъюнктура на первичном рынке государственных облигаций не позволяла осуществить аналогичную операцию. Деньги ушли на валютный рынок (с 23 июля по 7 августа международные резервы Центрального банка сократились с 19.5 до 16.3 млрд дол.), ставка на межбанковском кредитном рынке превысила 120 %, а доходность ГКО — 150 %.

17 августа Правительство и Центральный банк России объявили о переносе своих обязательств по ГКО—ОФЗ на третье тысячелетие, завершив тем самым первый этап функционирования российского рынка государственных бумаг.

Так почему же рухнула «пирамида ГКО»?

Среди «широкой публики» (неспециалистов) распространено мнение, что вообще не следовало ее создавать, так как порочна сама по себе форма заимствования, при которой гашение текущих долгов

осуществляется за счет новых займов. Ошибочность такого мнения проистекает из отождествления долга частного лица (фирмы) и внутреннего долга государства и непонимания сути современных денежных систем, которые основаны не на товарных («золотых»), а на кредитных («бумажных») деньгах. Основа одной из самых прочных сегодня денежных единиц — доллара США — на 80 % состоит из государственных ценных бумаг (такова их доля в активе Федеральной резервной системы). Примечательно, что потребность в скорейшем восстановлении российского рынка государственных облигаций после августа 1998 г. более настоятельно ощутили коммерческие банки (кредиторы), у которых появились большие избыточные резервы, а не государство (заемщик), которое имело возможность осуществить денежную эмиссию.

Среди специалистов популярна другая точка зрения: августовский кризис на рынке государственных облигаций явился следствием недостаточно грамотной кредитно-денежной политики денежных властей. В качестве основных ошибок называют:

— допущение чрезмерного роста рынка государственных облигаций, который своими размерами задавил денежный рынок и рынок акций (к 1998 г. в России соотношение оборотов на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг было 11:1, в то время как в развитых странах это соотношение колеблется около 1:1);

— слишком жесткое ограничение количества находящихся в обращении денег (по коэффициенту монетизации Россия отстает от развитых стран);

— искусственное поддержание заниженного обменного курса рубля после первой волны азиатского кризиса осенью 1997 г.; об этом свидетельствовали: 1) превышение темпа инфляции над ростом обменного курса, что противоречит теории паритета покупательной способности, и 2) превышение разности между доходностью российских и зарубежных государственных ценных бумаг над темпом роста обменного курса, что противоречит теории процентного паритета.

Эти и другие предъявляемые к денежным властям претензии относительно выбранных целей и методов кредитно-денежной политики не беспочвенны, но и не бесспорны.

Десятикратное превышение рынка государственных облигаций над рынком акций свидетельствует, конечно, о перекосе финансового рынка, но причина может быть в неразвитости рынка корпоративных бумаг. Ведь капитализация реального сектора российской экономики все еще очень низка.

Призывая повысить коэффициент монетизации страны, нужно помнить, что Центральному банку это удастся сделать лишь тогда, когда население доверяет отечественной валюте. Поскольку россияне пред-



почитают хранить свои сбережения в иностранной валюте, то неудивительно, что с увеличением предложения денег рос не коэффициент монетизации, а обменный курс рубля.

Конечно, нельзя долго поддерживать обменный курс рубля ниже рыночного уровня. Но подтянуть первый ко второму можно не только за счет девальвации, но и посредством мероприятий, направленных на реальное укрепление рубля.

При ретроспективной оценке результатов человеческой деятельности нетрудно найти объекты для критики, особенно когда речь идет об экономической политике. И такая критика полезна для извлечения уроков из прошлого. Что же касается политики денежных властей России в рассматриваемом периоде, то, учитывая ее младенческий возраст и крайне неблагоприятные условия, в которых ее приходилось осуществлять, она заслуживает больше похвал, чем критики.

Стратегическая задача состояла в том, чтобы создать в стране благоприятный инвестиционный климат, необходимый для привлечения иностранного капитала, без которого быстрый рост российской экономики был невозможен. К 1997 г. эта цель в основном была достигнута за счет кредитно-денежной политики. Фискальная политика, определяемая в конечном счете парламентом, в то время оказывала деструктивное влияние на экономическую конъюнктуру в стране. Если бы в качестве реакции на кризис Гонконгской фондовой биржи в октябре 1997 г. Государственная дума приняла ряд мер, до которых она созрела лишь годом позже, как-то: утверждение бюджета с первичным профицитом, принятие налогового кодекса и закона о разделе продукции, допуск иностранных банков на отечественный финансовый рынок, то последствием азиатского кризиса был бы не отток, а приток иностранного капитала в российскую экономику, даже при недостижимых пока мечтах каждого предпринимателя о частной собственности на землю и снижении уровня коррупции. Сегодня также всем очевидно, что в случае принятия Думой в июле 1998 г. налогового пакета, предложенного Правительством, последнему не пришлось принимать решения 17 августа.

Не отрицая наличия ошибок в управлении государственным долгом, следует признать, что в целом работа велась в правильных направлениях. Со второй половины 1996 г. осуществлялась активная политика по замедлению темпов роста рынка государственных облигаций, снижению его доходности, реструктуризации внутреннего долга с целью увеличения среднего срока его погашения. И в каждом из этих направлений были достигнуты положительные результаты. К августу 1998 г. политика обслуживания государственного долга и ее потенциал (дефицит федерального бюджета, налоговые сборы, валютные резервы, стоимость внешнего долга) были по крайней мере не хуже, чем в двух

предшествующих годах. И не из-за нее обрушился рынок государственных облигаций.

К середине 1998 г. на этом рынке отсутствовал достаточный для продолжения его работы спрос вследствие критического состояния «системообразующих» российских банков. К 01.07.1998 чистые обязательства<sup>6</sup> по срочным контактам российской банковской системы, включая Сберегательный банк, составляли 19.8 млрд дол.<sup>7</sup> (валютные резервы Центрального банка и Министерства финансов на эту же дату равнялись 10.1 млрд дол.).

Большая задолженность российских коммерческих банков своим зарубежным партнерам возникла вследствие того, что с нарушением процентного паритета они получили возможность извлекать прибыль путем приобретения отечественных государственных облигаций за счет иностранных займов. Поскольку доходность ГКО редко опускалась ниже 30 % годовых в рублевом исчислении, то при возможности получать кредит за 8 % годовых в долларовом исчислении и гарантированном валютным коридором росте обменного курса рубля не более 15 % такие операции были очень привлекательны. Использование разницы («спрэда») в доходности различных финансовых рынков является для коммерческого банка нормальным средством получения прибыли. Однако объем таких операций не должен выходить за пределы оптимальной по доходности и риску структуры баланса банка. К началу 1998 г. российская банковская система в целом вышла за эти пределы (табл. 6).

Таблица 6

Некоторые статьи баланса российской банковской системы  
(на конец года; млрд дол.)<sup>8</sup>

	Год				
	1993	1994	1995	1996	1997
Активы в иностранной валюте	12.7	13.5	9.9	13.3	11.4
Обязательства в иностранной валюте	13.5	14.2	18.4	23.9	32.4
Сальдо	- 0.8	- 0.7	- 8.4	- 10.6	- 21.0

Обязательства крупнейших российских банков перед нерезидентами увеличивались также в связи с тем, что они активно занялись страхо-

<sup>6</sup> Обязательства перед нерезидентами за вычетом требований по срочным контрактам к нерезидентам.

<sup>7</sup> Финансовые рынки. 1998. Обзорение № 12. «Веди».

<sup>8</sup> Илларионов А. Н. Как был организован финансовый кризис // Вопр. экономики. 1998. № 12. С. 21.

ванием вложений иностранных инвесторов на рынке ГКО посредством фьючерских и форвардных контрактов на продажу им валюты по фиксированному курсу, в связи с чем к осени 1998 г. им предстояли большие расходы. Все это объясняет поведение отечественных коммерческих банков на рынке государственных облигаций летом 1998 г.

В то же время странно вел себя Сберегательный банк, особый статус которого определяется тем, что контрольный пакет его акций принадлежит Центральному банку России. Являясь крупнейшим после Центрального банка держателем государственных ценных бумаг, Сберегательный банк отказался от рефинансирования своего портфеля государственных облигаций, срок оплаты которых приходился на вторую половину июля, способствуя тем самым краху отечественного рынка государственного долга. «Оригинальность» этого поступка была отмечена даже в докладе МВФ, посвященном финансовому кризису в России.<sup>9</sup>

Итак, жесткая денежная политика и валютный коридор как инструменты подавления инфляции или незрелость российской банковской системы привели к финансовому кризису в августе 1998 г.?

От ответа на этот вопрос зависит выбор экономической политики государства в ближайшей перспективе. Верно и обратное утверждение: вариант ответа на поставленный вопрос определяется позицией отвечающего относительно роли государства в национальной экономике.

Мнение, что «в случае неспособности федерального правительства оплачивать поставленную ему продукцию в действие должен автоматически вступать механизм управляемой эмиссии»,<sup>10</sup> сегодня не находит широкой поддержки ни в академических, ни в правительственных кругах. Но за отмену запрета на финансирование дефицита федерального бюджета посредством прямых кредитов Центрального банка выступает не только «левое крыло» Государственной думы, но и некоторые его руководители. Популярны расчеты, долженствующие свидетельствовать о том, что в случае продолжения обслуживания внутреннего долга во второй половине 1998 г. за счет денежной эмиссии ни инфляция, ни девальвация не достигли бы тех высот, которых они достигли к концу года. В связи с этим обратим внимание на два обстоятельства.

Во-первых, тех средств, которые могла бы получить банковская система в результате эмиссионного гашения государственного долга, было бы явно недостаточно для предотвращения краха «системообразующих» банков. По оценке Центрального банка в структуре активов 50 крупнейших российских банков ГКО составляли лишь 7%.<sup>11</sup> С другой стороны, неизбежное в этом случае обесценение рубля на валют-

<sup>9</sup> World Economic Outlook. 1998. Sept. P. 67.

<sup>10</sup> Открытое письмо ученых Отделения экономики РАН Президенту, Федеральному собранию и Правительству РФ (Коммерсантъ. 1998. 15 сент. С. 8).

<sup>11</sup> Коммерсантъ. 1998. 12 нояб. С. 8.

ном рынке увеличило бы тяжесть долга нерезидентам во столько же раз, во сколько возрос бы обменный курс. Если уж выделять долю вины денежных властей за кризис финансов страны в августе 1998 г., то относить к ней следует не ошибки кредитно-денежной политики (они были не столь грубы, чтобы вызвать кризис), а неудовлетворительную работу по развитию и укреплению отечественных банков, которую законодатель возложил на Центральный банк, не предоставив ему при этом права ликвидации неплатежеспособных кредитных учреждений. Отсутствие закона о банкротстве банков во многом способствовало тому, что крупнейшие отечественные банки, выросшие на дешевых деньгах Центрального банка, так и не стали посредниками между населением и производителями при трансформации сбережений в инвестиции.

Во-вторых, то обесценение рубля внутри страны и на валютном рынке, которое было достигнуто к концу года, на 3/4 обусловлено событиями не 17, а 23 августа. Не экономическая, а плохо предсказуемая политическая обстановка в России на всем протяжении 90-х гг. препятствовала эффективному предпринимательству и установлению благоприятного инвестиционного климата. Богатые природные ресурсы и квалифицированная рабочая сила России — это достаточная основа подъема ее экономики при взаимовыгодном использовании избыточного капитала и технологических достижений заграницы. Препятствуют этому неустойчивость политической системы, туманность законодательства и неэффективная работа органов государственного управления.

Второй этап функционирования рынка краткосрочного государственного долга России начался с возобновления торгов на вторичном рынке государственных ценных бумаг во второй половине января 1999 г., когда в обращение поступили «новации» — ГКО и ОФЗ, выпущенные в ходе реструктуризации внутреннего долга. 30 апреля новация по государственным бумагам была завершена. Кроме того, в обращение поступили 5 новых выпусков ОФЗ. В результате к маю номинальный объем находящихся в обращении государственных облигаций превысил 250 млрд р.

Опыт, накопленный на первом этапе существования рассматриваемого сегмента финансового рынка, может способствовать его большей стабильности на втором этапе.