



## О первоочередных шагах правительства.

Развитие событий в 97 начале 98 года в Российской экономике подтвердило наличие выраженной связи между уровнем реальной процентной ставки монетизации экономики и динамикой производства. Рост промышленного производства шел с явным ускорением между маем и октябрём 97 года на фоне высокой оценки международными рынками привлекательности Российской экономики после формирования в марте 1997 года правительства, предложившего убедительную программу структурных реформ и преодоление финансового кризиса. Именно в это время масштабный приток иностранного капитала в Россию позволил существенно нарастить валовые чистые международные резервы, снизить реальную процентную ставку до величин устойчиво меньших чем 10% годовых.

Снижение процентных ставок по ГКО положило дорогу динамичному росту объема кредитования народного хозяйства коммерческими банками, послужившего базой началу индустриального подъема. Ситуация радикально изменилась в конце октября-ноября 97 года под влиянием кризиса в Юго-Восточной Азии персональных изменений в составе Российского кабинета и очевидных для инвесторов признаков неуверенности и рассогласованности в проводимой экономической политике. Отток капитала в России привел одновременно к существенному повышению реальной процентной ставки, снижению валютных резервов Центрального Банка и существенному сокращению монитаризма внутреннего валового продукта. В результате, с конца 97 года помесечные темпы промышленного роста угасают, а в первом квартале 98 года сходят на нет. Если высокие реальные процентные ставки и низкие темпы прироста реальной денежной массы сохранятся в течении

следующих 3-4 месяцев о росте производства 98 года можно забыть. Переломить неблагоприятную сложившуюся тенденцию в финансовой области важнейшая задача нового правительства, необходимая предпосылка его политической устойчивости.

К сожалению, решение этих задач достаточно сложно и отнюдь не в полной мере зависит от Российских органов власти.

1. Низкий коэффициент монетизации определяется предшествующей инфляционной историей страны, подорвавшей доверие к национальной валюте. В этой ситуации форсированное наращивание внутренних активов (темпами превышающими 25-30% в год) будет с неизбежностью приводить к падению доверия к рублю, к росту долговизации экономики и дальнейшему падению доли денег в валовом внутреннем продукте.

При этой политике сохранение стабильности коэффициента монетизации возможно только на фоне экстремально высоких процентных ставок по рублевым активам гарантированно закрывающих дорогу экономическому росту (опыт 1996 года). Именно поэтому возможности устойчивого наращивания денег в реальном валовом внутреннем продукте в определяющей степени зависят от динамики валютных резервов Центрального Банка.

Между тем сами эти резервы прямо и непосредственно определяются доверием экономических агентов как отечественных, так и международных к стабильности и предсказуемости обменного курса рубля. В высоко долларизированной, открытой, экономике с низким коэффициентом монетизации любые сомнения в стабильности валютного курса неизбежно приводят к крупномасштабному перераспределению активов из национальной валюты.

Страны с длительной историей финансовой стабилизации, высокой долей денег в валовом внутреннем продукте могут позволить себе проводить гибкую курсовую политику, значительные изменения валютного курса здесь не приводят к существенным сдвигам в поведении домашних хозяйств и предприятий. Для государств с тяжелой предшествующей денежной историей свобода маневра в курсовой политике гораздо более ограничен, чтобы добиться последовательного процесса в укреплении доверия к национальной валюте динамика обменного курса должна быть стабильной и хорошо прогнозируемой.

**2.** Высокая реальная процентная ставка в России непосредственно связана с избранной стратегией дезинфляции, поворот к стабильной денежной политики совершившийся устойчивым снижением темпов инфляции начался с конца осени 94 года. Ему предшествовал длительный период высокой инфляции, существенно снизивший долю доходов бюджета в валовом внутреннем продукте. Невозможность по политическим причинам добиться радикального снижения объема государственных расходов до уровня, покрываемого не инфляционными доходами, обусловило выбор стратегии, дезинфляции, осуществляемой при сохранении значительного бюджетного дефицита финансируемого за счет внешнего и внутреннего заимствований на финансовых рынках и у международных финансовых организаций.

В начале периода стабилизации (1995год) дефицит бюджета был, по международным стандартам, небольшим по отношению к валовому внутреннему продукту. Однако учитывая низкую монитаризацию валового внутреннего продукта, также обусловленную предшествующим периодом инфляции, отношение заимствований на внутреннем рынке в денежной массе был достаточно высоким. На этот объективный фон накладывались

инфляционные ожидания экономических агентов, неверие в успех стабилизационной политики правительства обусловившее на протяжении 95года высокой реальной процентной ставки по государственным ценным бумагам и быстрый рост внутреннего долга.

В первом полугодии 1996 года на все это наложилась политическая неопределенность связанная с выборами Президента и его последующей болезнью и операцией. Лишь в середине осени 96 года открывается возможность радикального снижения процентной ставки. Однако к этому времени объем внутреннего долга, номинированного в рублях, резко вырос сблизившись по масштабам с объемом денежной массы, а возможности дальнейшего финансирования оказались в определяющей степени связаны с привлечением финансовых ресурсов нерезидентов. Высокие процентные ставки 96 года стали существенным самостоятельным фактором роста расходов обслуживания долга и его общей величины в 97 году. Крупный приток иностранного капитала привлеченного политической стабилизацией в России, а затем, мартовским (97года) реформированием правительства и обнародованием его программы позволило к лету 1997 года сбить реальную процентную ставку по государственным обязательствам номинированных в рублях до величин устойчиво меньших чем 10% годовых. Но сама возможность сохранения такой процентной ставки при сложившихся масштабах расходов на обслуживание долга в определенной степени зависела от сохранения притока капитала нерезидентов на рынок государственных Российских заимствований. Изменение мировой финансовой конъюнктуры, снижение инвестиционной привлекательности России вызывающая оттоки капитала из нашей страны автоматически и существенно повышающая процентную ставку одновременно

увеличивая расходы накопленного долга, темп роста задолженности издерживая экономический рост.

Таким образом именно в силу длинного периода постсоциалистической инфляции, сохраняя на протяжении нескольких лет крупного бюджетного дефицита Россия сегодня оказалась в положении, при котором возможности обеспечения предпосылок экономического роста (рост монетизации экономики, снижение реальной процентной ставки) оказались в определяющей степени зависимыми от конкурентоспособности России на мировом рынке капитала. Это неприятная реальность, но ее необходимо видеть для того, чтобы выработать реалистичную тактику и стратегию действий.