

А.Н.Клепач,
кандидат экономических наук.
Институт народнохозяйственного
прогнозирования РАН

Россия 1998 год: экономические институты в условиях финансового кризиса

В России не только "поэт больше, чем поэт", но и "финансовый кризис больше, чем финансовый кризис". Возмущения в финансовой сфере, начавшиеся осенью 1997 г. и достигшие своей кульминации в августе 1998 г., подвели итог предшествовавшего периода либеральных преобразований. Финансовый кризис, на наш взгляд, отнюдь не является результатом череды политических ошибок и провалов, хотя его масштабы в значительной мере связаны и с политическим кризисом, и с недостаточно адекватными действиями финансовых и денежных властей. Конечные причины кризиса кроются в исчерпании сложившейся в последние годы модели национального воспроизводства и финансового развития, ориентированной на экспорт и приток иностранного капитала и товаров. Финансовый кризис выступил в качестве момента истины, обнажения проблем настоящего и прошлого, и хочется надеяться, что извлеченные из него уроки станут способом открытия будущего.

В результате снижения мировых цен на основные предметы российского экспорта (почти на 30% в 1998 г.) и усиления ресурсных ограничений в экспортных отраслях Россия уже не может компенсировать падение обрабатывающей промышленности, работающей на внутренний рынок, за счет доходов экспортеров. По итогам трех кварталов 1998 г. внешнеторговое сальдо по товарам и услугам стало отрицательным и только после многократной девальвации вновь увеличилось, достигнув во втором полугодии почти 11% ВВП. Однако это произошло не благодаря увеличению экспорта (он даже

понижился на 3% по сравнению с первой половиной года), а за счет резкого сокращения импорта (который упал во втором полугодии более чем на треть).

В ходе кризиса импорт превратился в ключевой фактор, компенсирующий ножницы, образовавшиеся между потребительским спросом (сократившимся по сравнению с 1990 г. на 12—13%) и отечественным производством потребительских благ, которое упало почти на половину. В новых условиях Россия не может позволить себе потребительский импорт в таких масштабах, что неизбежно ведет к снижению уровня потребления и ухудшению его качества. Это означает, что и масштабы нового среднего класса, живущего на доходы от банковской деятельности, и экспортно-импортных операций, стандарты потребления которого приближались к западноевропейским, существенно сократились.

Финансовая стабилизация, снижение инфляции и укрепление рубля в 1995—1997 гг. во многом опирались на рост внутреннего и внешнего долга. Долговая нагрузка на экономику увеличилась с 48 до 53% ВВП. Можно сказать, что долговая экономика — это экономика, основанная на доверии. Если рыночное хозяйство может существовать и без доверия к государству, на основе частного интереса и частного капитала, то развитая финансовая система и социальное рыночное хозяйство действительно не могут обойтись без системы доверия и использования общественных ресурсов. Однако после августа 1998 г. дальнейшее развитие за счет увеличения как внутреннего, так и внешнего долга в обозримом будущем стало невозможным.

В результате финансового кризиса российская экономика и общество оказались на распутье. Одна возможность развития связана с попыткой продлить срок жизни экспортной модели, благодаря резко возросшей эффективности экспорта. Кризис стал победой экспортеров, всех, кто связан с валютными доходами, над рублем и над обществом в целом. Эта победа дает валютному сектору экономики отсрочку в переориентации на внутренний рынок, однако эта ситуация не имеет устойчивой среднесрочной перспективы. Можно опять пойти по тому инфляционному кругу, который мы проходили в 1992—1995 гг., расплачиваясь за него оттоком капитала на Запад, инфляцией на внутреннем рынке и стагнацией отечественного производства. Поскольку потенциал этой модели в целом исчерпан, срок ее существования до нового еще более тяжелого кризиса можно оценить в 1,5—2 года.

Альтернативная модель связана с восстановлением внутреннего рынка на основе импортозамещения, ремонтизации экономики, укрепления благодаря этому доходной базы бюджета, восстановления системы внутренних заимствований и банковской системы с переориентацией банковских кредитов и государственных долгов

на обслуживание отечественного производства. При сложившейся слабости государственных, корпоративных и общественных институтов этот процесс будет носить достаточно медленный и болезненный характер, и выхода российской экономики из кризиса, по-видимому, можно ожидать не ранее 2002—2003 г.

Долговой кризис государства

Слабое государство — это слабое общество, не способное к эффективному согласованию интересов, общему делу и совместному распределению ресурсов без посредства внешнего бюрократического принуждения. Российский авторитаризм возникает из слабости общественных, государственных институтов, а не от их чрезмерной силы (что не отрицает раздутости, забюрократизированности как федеральной, так и региональной государственной машины). Можно сказать, что либерализм без гражданского общества = слабое государство. Если государство собирает в качестве налогов около 30—35% ВВП (включая местные бюджеты и социальные фонды), тогда как для обеспечения нормальных социальных и оборонных функций необходимо 40—45% ВВП, то возникший дисбаланс может быть преодолен одним из двух способов. Общество вынуждено либо отказаться от части коллективных благ, снизить стандарты общественного благосостояния и безопасности, либо повысить долю доходов, передаваемых им государству. Нежелание властей и общества увеличить налогообложение требует альтернативного источника финансирования — заимствований, в том числе и путем наращивания неплатежей или возврата к эмиссии, т.е. к взиманию инфляционного налога с владельцев денежных активов.

Сейчас модно спекулировать по поводу пирамиды ГКО, однако без внутренних заимствований, как и без притока инвестиций нерезидентов в 1997 г., не удалось бы не только сбить инфляцию, но и обеспечить финансирование государством социальных и других национальных функций. Масштабы государственных заимствований на внутреннем рынке по международным меркам не являются чрезмерными (общие масштабы долга — около 20% ВВП), хотя доля краткосрочных обязательств и была относительно высокой. Проблема не столько в самих размерах внутреннего долга, сколько в скудности организованных сбережений в банковской системе, которые были поглощены инвестициями в государственные долговые обязательства. Отношение рыночной стоимости ГКО—ОФЗ к депозитам населения поднялось с 83% в 1995 г. до 227% к середине 1998 г., что указывает на превращение вложений нерезидентов и сверхприбылей банковского сектора в основные источники финансирования бюджетного дефицита и роста рынка государственных

долговых обязательств. С другой стороны, привлеченные дорогостоящие ресурсы использовались в целом непроизводительно — не на финансирование производственных расходов, что могло бы способствовать росту ВВП, а на социальные выплаты и обслуживание самого внутреннего долга, т.е. в конечном счете на увеличение капитала банковской системы.

Попытка денежных властей видоизменить долговую стратегию — снизить стоимость заимствований за счет замещения внутреннего долга внешним и перейти к сокращению внутреннего облигационного долга обеспечила лишь некоторую паузу в разворачивании кризиса, однако усилила давление на курс и платежный баланс страны.

Кризис платежного баланса

В целом приток иностранного капитала в 1997—1998 гг. играл стабилизирующую роль в функционировании российской финансовой системы, хотя на начальной фазе финансового кризиса (октябрь 1997 г. — январь 1998 г.) отток средств нерезидентов привел к потере почти 10 млрд долл. резервов. Однако в 1998 г. нерезиденты проявили больше склонности к кредитованию бюджета, чем отечественные инвесторы, что позволило им удержать свою долю на рынке государственных долговых обязательств на достаточно стабильном уровне около 30%. Валютизация внутреннего долга и рост внешней задолженности ослабили барьеры, связанные со стоимостью заимствований и дефицитом отечественных накоплений, в то же время они резко усилили ограничения по допустимым пределам изменения курса. Значительная девальвация в этих условиях ведет к резкому увеличению долгового бремени, что и произошло в результате августовского кризиса (к концу года отношение внешнего государственного долга к ВВП поднялось с 33 до 116% ВВП). Произошел своеобразный перенос остроты проблемы задолженности с внутреннего на внешний долг, что превратило платежный кризис в важнейший фактор развития российской экономики в 1999—2003 гг.

В целом Россия нуждается в значительно большем притоке иностранного капитала (особенно прямых инвестиций) для компенсации общего дефицита внутренних сбережений. Ухудшение торгового баланса (как и баланса по текущим операциям) могло быть компенсировано увеличением притока портфельных и прямых иностранных инвестиций и кредитов. Тенденции первой половины 1997 г. позволяли надеяться на переход России к новой модели внешнеэкономических отношений, когда отрицательное сальдо по текущим операциям с лихвой компенсируется притоком иностранного капитала. Примером такой модели развития являются как

США, так и динамичные страны Юго-Восточной Азии (имеющие дефицит по текущим операциям в 4—6% ВВП). Мировой финансовый кризис сорвал этот переход, что проявилось в сокращении притока иностранного капитала уже в первом полугодии 1998 г. (почти на 20%). В то же время основные проблемы с недостаточным чистым притоком капитала заключались не в коллизиях мирового рынка, а в продолжающемся падении внутренних инвестиций и интенсивном оттоке отечественного капитала за границу (23 млрд долл. в 1998 г.). Было бы странно, если бы нерезиденты устремились в страну, из которой бежит отечественный капитал и которая выступает чистым кредитором остального мира, отдавая ему ежегодно около 3—5% ВВП (с учетом скрытого оттока капитала).

Многократная девальвация в сочетании с кризисом отечественной банковской системы создает условия для расширения экспорта (в том числе нелегального) капитала. В то же время преодоление кризисного состояния платежного баланса и недостатка валютных ресурсов напрямую зависит не только от реструктурирования обязательств по обслуживанию внешней задолженности, но и от ограничения оттока капитала. Экспортно-импортное сальдо российской экономики позволяет справиться с обслуживанием всей внешней задолженности. Даже в 1999 г. платежи по советским и российским долгам составляют около 24% экспорта, тогда как в странах Латинской Америки и Юго-Восточной Азии — около 30—40%. Однако российский бюджет и система валютного контроля не в состоянии мобилизовать достаточных ресурсов для обслуживания внешнего долга. Если проблема ограничения оттока капитала является наиболее острой для стабилизации текущей финансовой ситуации, то в среднесрочном плане, при возобновлении экономического роста вновь повысится актуальность перехода к новой модели платежного баланса, характеризующейся значительным чистым импортом капитала. Возобновление роста увеличит промышленный импорт, что может привести к отрицательному сальдо по текущим операциям, которое необходимо будет компенсировать за счет притока иностранного капитала (особенно в форме прямых инвестиций).

Таким образом, в качестве диагноза развития финансового кризиса к моменту его кульминации в августе 1998 г. правильно указывать не на рост внутренних и внешних заимствований, а, напротив, на иссякание источников кредитования бюджетной системы и начавшееся в июле 1998 г. сжатие рынка государственных долговых обязательств.

После прекращения эмиссионного кредитования вся конструкция российского бюджета строилась на привлечении новых заемных средств, масштабы которых в 1,5—2 раза превышали среднемесячные доходы федерального бюджета. Если в 1997 г. бюджет привлекал

больше средств, чем погашал, то в 1998 г. погашения долгов превысили заимствования. Как только мы отказали своему государству в кредите, т.е. в доверии, бюджет рухнул. Можно сказать, что главным фактором августовского финансового взрыва стала неплатежеспособность бюджета по внутренним, а теперь частично и по внешним обязательствам. Запас прочности у бюджетной системы в стагнирующей экономике оказался крайне мал и исчерпался вместе с падением мировых цен и сокращением притока иностранного капитала. Внутренние возможности мобилизации сбережений так же оказались быстро исчерпаны, и в июле отток вкладов превысил их приток (во многом под влиянием нараставшей неплатежеспособности крупнейших банков). Доверие к доллару и ожидание девальвации рубля оказалось сильнее, чем доверие к государству, рублю и рублевым долговым инструментам. Уже в июле 1998 г. финансирование бюджета (и чистые погашения ГКО—ОФЗ) осуществлялось во многом за счет эмиссионной подпитки Центральным банком.

Денежные власти вновь, как и осенью 1997 г., оказались перед выбором между двумя альтернативами денежной политики — поддерживать рубль или рынок госдолга, в том числе ценой дополнительной эмиссии и угрозы обвала курса рубля. В ноябре 1997 г. была выбрана политика сохранения валютного коридора и отказа от поддержки цен на рынке госбумаг. Сейчас, при взгляде на коллизии августа—сентября 1998 г., это решение выглядит как ошибочное (точнее, слишком оптимистичное). Однако за ним стояла последовательная борьба за предотвращение банковского кризиса (который был бы неминуем при почти 7 миллиардно-долларовой задолженности отечественных банков нерезидентам по балансовым обязательствам) и ставка на дальнейший приток иностранного капитала. Переход к плавающему курсу, который денежные власти пытались осуществить с мая 1998 г., срывался постоянным ажиотажным настроением на валютных рынках, что угрожало обвальным характером девальвации. Решения 17 августа в целом соответствовали той же линии, доминирования валютной политики над денежно-долговой. Развертывание финансового кризиса (и его совмещение с политическим) привело к тому, что замораживание государственного долга затянулось на 5 месяцев (вместо нескольких недель), а рубль упал более чем втрое (против предполагавшейся девальвации на 30—50%). В конечном счете денежная политика переориентировалась с поддержки курса рубля на накопление резервов для обслуживания внешнего долга и ограниченное эмиссионное кредитование бюджета, лишившегося возможностей заимствований на внутреннем и внешнем рынке.

Финансового кризиса избежать было нельзя, но, по-видимому, можно было изменить его форму и ограничить потери. Это зависело

не столько от коллизий с собираемостью налогов и эффективности использования государственных ресурсов, сколько от проводимой денежно-валютной политики и состояния банковской системы. *В результате комплекса субъективных и объективных факторов кризис, начавшийся как кризис на финансовых рынках (преимущественно на рынке акций), перерос в кризис всей финансовой системы России, включив в себя долговой кризис государства и связанный с ним кризис рынка государственных долговых обязательств; валютный кризис, проявившийся в многократном обесценении рубля; банковский кризис.*

В 1998 г. Россия пережила настоящую драму рубля в связи с необходимостью перехода к плавающему курсу и ограничения масштабов девальвации. Можно предположить, что масштабы девальвации определяются как накопившимися структурными слабостями бюджетной и банковских систем, так и фактором времени — они увеличиваются по мере запаздывания с переходом к плавающему курсу.

Драма российского рубля

Сильный рубль служит в качестве важнейшего института, на котором строится не только финансовая система, но и целостность страны. Можно различать функциональные экономические институты — рубль, цены, налоги и прочее и непосредственные субъекты экономики, их деятельность и опосредующие ее институциональные нормы, контракты, санкции. Пользуясь терминологией К.Маркса, деньги выступают в качестве опредмеченной формы экономических институтов и субъектов, тогда как фирмы, банки, индивидуальные инвесторы и рыночные игроки — в качестве персонификаций сил денежных рынков. По образному выражению одного из экономистов, деньги являются источником свободы, тогда как корпоративные, плановые, фискальные и юридические институты выражают экономическую необходимость. Если распоряжение денежными активами в рыночной экономике действительно выступает в качестве некоторой меры свободы, то денежные и финансовые кризисы обнажают ее оборотную сторону, т.е. утверждают экономическую необходимость, принудительно восстанавливая нарушенную экономическую целостность.

Многократная девальвация рубля, последовавшая за решениями 17 августа 1998 г., не столько восстановила утраченное ранее равновесие, сколько создала новую неравновесную ситуацию, которая положила начало нащупыванию национальной экономикой новых равновесных пропорций между относительными ценами, нормами доходности. Перефразируя известного философа, в рос-

сийской экономике — не все действительно разумно (равновесно) и не все разумное — действительно. Фактические масштабы обесценения рубля не объясняются в полной мере макроэкономическими факторами, связанными с проводимой денежной политикой, состоянием платежного баланса и даже девальвационными ожиданиями, сложившимися у экономических агентов. Индикаторами накопленного к моменту девальвации неравновесия могут служить: а) отклонение номинального курса от паритета покупательной способности, соотношение контрактных цен внешней торговли и внутреннего рынка; б) соотношение денежной базы и золотовалютных резервов; в) спрэд между ценами (доходностью) государственных долговых обязательств, номинированных в валюте и рублях, а также спрэд между официальным курсом и курсом по фьючерским контрактам.

Хотя разрыв между номинальным курсом и паритетом покупательной способности (ППС) значительно сократился за годы политики стабильного курса, он в целом оставался на высоком уровне, обеспечивая достаточные ценовые условия для чистого экспорта товаров. В 1996—1997 гг. ППС (для ВВП) составил, по оценке, около 56—57% и к июлю 1998 г. повысился до 65% (3,5 руб. за доллар). В результате валютного кризиса это соотношение упало до 30%, что сопоставимо с уровнем 1993 г. Если интерпретировать соотношение номинального курса и ППС как некоторую меру национальной самооценки или оценки российского богатства мировым рынком, то в результате кризиса масштабы национального уничтожения (недооценки) резко возросли.

Высокая зависимость российской экономики от экспортно-импортных операций и экспортных цен внесла свой вклад в подготовку девальвации. Однако этот фактор не стоит переоценивать, так как он требовал скорее коррекции курса, а не слома сложившегося равновесия между спросом и предложением валюты. Для повышения ценовой конкурентоспособности экспорта, по оценкам, основанным на соотношении контрактных и внутренних цен по основной сырьевой группе товаров российского экспорта, требовалась девальвация всего в пределах 10—15% (что соответствовало потенциальным потерям экспортеров за счет ценовой разницы, образовавшейся с середины 1997 г.). В результате девальвации и ускорения инфляции эффективность экспортных операций поднялась с -10 до +60—60%, тогда как эффективность импорта упала со 100 до 20%¹, что создало качественно новую воспроизводственную ситуацию в экономике.

Относительно жесткая денежная политика, проводившаяся в 1996—1998 гг., способствовала ограничению избыточного спроса на

¹ Это потенциальная прибыль (убыток при реализации товара за счет разницы между мировыми и внутренними ценами).

валюту. Потенциальный спрос на валюту может быть представлен отношением денежной базы (обязательств Банка России) к золото-валютным резервам или денежной массы к валютным активам. Основная часть этих денежных ресурсов обслуживает движение товаров, накопление сбережений предприятий и населения и не создает спроса на валюту. На валютный рынок значительное давление оказывают свободные денежные средства (аккумулируемые на корреспондентских счетах, что отражается в величине широкой денежной базы), а так же спрос клиентов банков, вызванный их импортными операциями и экспортом капитала. В 1996—1997 гг. расчетный курс, соответствующий отношению денежной базы и резервов, превышал номинальный курс в 1,7—1,9 раз. Усиление девальвационных настроений и образование избыточного спроса на валюту позволяли предположить, что ожидаемые масштабы девальвации (на 30—50%) понизят это соотношение до 1,5. В действительности после августа 1998 г. в условиях схлопывания других финансовых рынков (помимо валютного) динамика номинального курса практически точно совпадает с динамикой расчетного. Однако это указывает не на установление истинного "золотовалютного" значения рубля, а на отсутствие альтернативных форм использования свободных денежных ресурсов и "перехлест" с девальвацией.

Заметим, что психологические ожидания участников рынка так же недооценили масштабы девальвации. Фьючерские контракты с поставкой валюты в августе—сентябре ориентировались на девальвацию не больше 20—30%, тогда как спрэд между доходностью рублевых и валютных государственных обязательств достигал 45—100% (но не 300%).

Чрезмерная девальвация вызвана не только политическими или психологическими факторами (например, сменой правительства), но и структурными причинами:

а) "платой" за развал финансовых рынков (прежде всего рынка ГКО—ОФЗ, являвшегося ключевым для формирования доходов и ликвидности банковского сектора);

б) низким спросом на национальную валюту в финансовой сфере, что является оборотной стороной интенсивного бегства капиталов из страны и обособленности банковского сектора от реального, в котором господствует денежный дефицит и немонетарные формы расчетов; в этих условиях девальвация привела к своеобразной ремонетизации экономики — денежная масса, включающая валютные депозиты (M2X), выросла относительно ВВП с 17 до 23%, при этом в структуре депозитов значительно повысилась доля валютной компоненты (до 69%); сжатие денежных средств реального производственного сектора, характерное для периода инфляции, сменилось их значительным ростом; за счет конвертации валютной

выручки ВВП денежные активы материального производства увеличились с 1,5 до 2,7% ВВП;

в) неравновесностью ценовых пропорций, сложившихся в высокомонополизированной экономике за годы инфляции; изменение этих пропорций могло пойти (и частично пошло) путем ускорения роста цен, или в результате девальвации, которая понизила валютные издержки на оплату труда и энергопотребление на внутреннем рынке.

Уже в первой половине 1998 г. падение мировых цен на нефть вызвало их понижение на внутреннем рынке почти на 26%. Девальвация вновь увеличила разрыв между внутренними и мировыми ценами на топливо и сырье до уровня, сопоставимого с 1994 г. Если к середине 1998 г. внутренние цены на нефть достигли 75—80% от цены экспортных контрактов (а по нефтепродуктам превысили их на 20—30%), то после девальвации они упали до 22—25%. Одновременно понизились издержки (рублевые и долларовые) на оплату труда, так как средняя заработная плата (начисленная) упала со 170—175 до 60 долл., а в реальном выражении — почти на 40% (декабрь 1998 г. к декабрю 1999 г.).

С подобным эффектом чрезмерности экономических возмущений или слабости "сил трения", устойчивости российская экономика и общество уже сталкивались в 1992 г. В январе 1992 г. — коэффициент трансформации: отношение темпа роста нефтяных цен к темпу роста цен производителя (оптовые) составил 5:5, темп: роста нефтяных цен к потребительским ценам — 5:3,5. В то же время рост потребительских цен, достаточный для устранения избыточного спроса, оценивался в 1,5 раза. Для сравнения — в США в период энергетического кризиса в 1994 г. четырехкратное повышение цен на нефть привело всего к 20% годовой инфляции. События декабря 1998 г. характеризовались более высоким коэффициентом трансформации ценовых возмущений в российской экономике. При девальвации рубля в 3,5 раза темп инфляции составил 1,84, а цен производителя — 1,2. Однако этот уровень ценовых возмущений значительно уступает параметрам азиатских стран, охваченных финансовым кризисом (для которых темп инфляции отставал от темпов девальвации в 10—20 раз).

Отсутствие (слабость) трения свойственно либо единой фабрике, от которой мы уже ушли, либо крайне сегментированной атомизированной системе со слабыми механизмами координации, согласования и взаимопонимания, которая, по-видимому, и складывается в России. Похоже, что беда России не в отсутствии порядка, а в слабости сил согласования — вместо уравнивания получается резонанс. В формировании цен и курса непропорционально большое значение имеют маргинальные сделки, связанные с бегством капитала (т.е. воровством), а не с нормальным массовым по-

треблением экспортеров и импортеров. После развала плановой системы общественного распределения ресурсов новые рыночные механизмы перелива капиталов — посредством финансовых рынков и банковской системы — так и не достигли зрелости (за исключением рынка государственных долговых обязательств). В этих условиях перераспределение доходов осуществляется преимущественно путем инфляции, в том числе такой ее разновидности, как девальвация, а так же за счет взаимных неплатежей. Чистая задолженность (кредиторская задолженность за вычетом дебиторской) достигла в 1998 г. 23% ВВП (тогда как банковские активы оцениваются всего в 30% ВВП). Этот квазикредит населения, предприятий и бюджета представляет собой не некую виртуальную экономику (как утверждают Б.Икес и К.Гадди), а специфическую форму реального перераспределения доходов и сбережений, компенсирующую недоразвитость банковского кредита.

Перспективы укрепления рубля не только в среднесрочном, но и в краткосрочном плане связаны с восстановлением единства между денежными потоками в реальном и банковском секторах (или, скорее, его укреплением, поскольку определенный поворот в этом направлении наметился уже в 1997 г.). В этом случае можно ожидать роста денежного спроса по мере активизации производства и трансформации эмиссии в увеличение депозитов предприятий и населения, а не в валютные активы. В то же время сложившиеся в 1999 г. макроэкономические условия (высокий уровень оттока капитала и расходов по обслуживанию внешнего долга) вряд ли позволят достичь укрепления реального курса рубля более чем на 8—10%. С другой стороны, процесс импортозамещения нуждается в сохранении разрыва между ППС и номинальным курсом не менее 45—50% в течение 2—3 лет.

Размеры инфляционно-безопасной эмиссии определяются не столько ростом ликвидных золотовалютных активов, сколько изменением реальных сбережений основных экономических агентов и масштабами замещения неденежных сделок (или замедления скорости расчетов). Инфляционный эффект эмиссии напрямую зависит от ее структуры. Он тем сильнее, чем выше доля денежного предложения, связанного с покупкой валюты и ее последующим использованием для погашения внешнего долга (что не позволяет увеличить резервы). С другой стороны, инфляционный эффект кредитования бюджета зависит в первую очередь не столько от масштабов монетизации бюджетного дефицита, сколько от степени целевого использования эмиссии для погашения задолженности по заработной плате и социальным выплатам и финансирования производственных расходов бюджета, способных сократить неплатежи предприятий (лимиты энергопотребления) и стимулировать рост (бюджет развития).

Таким образом, новый облик денежно-кредитной политики может вырасти из черновой организационной работы по распределению бюджетных средств (налаживание эффективной деятельности казначейств или уполномоченных банков) и созданию системы рационалирования кредита, или, в более мягкой форме, — рефинансирования ЦБ банковских кредитов экономике. Формы рефинансирования могут быть достаточно многообразными — от переучета векселей предприятий (причем не только экспортеров, как собирается делать Банк России, но и обрабатывающих отраслей), до кредитования под залог облигаций и акций первоклассных предприятий, что предполагает запуск самого рынка корпоративных долговых краткосрочных и долгосрочных инструментов. Это будет означать трансформацию системы либерализованных (но неразвитых) финансовых рынков в ограниченно рыночную систему банковского кредитования, аналогом которой являлись французская или японская банковские системы 50—60-х годов. Ясно, что современная банковская система России, как и политика денежных властей, не соответствуют этим требованиям. Наиболее реалистичный сценарий заключается в том, что Банк России и Правительство так и не пойдут в ближайшие годы по пути серьезной реструктуризации банковской системы как в силу недостатка средств, так и в связи с конфликтом интересов. Процесс реструктуризации, по-видимому, пойдет преимущественно снизу, путем реорганизации банков самими менеджерами и кредиторами, что поставит перспективы расширения кредитования экономики в достаточно жесткую зависимость от прибыльности проектов и качества задолженности.