



Спасская башня Кремля, Москва.

# Повесть о двух кризисах

*Эрик Берглеф, Александр Плеханов и Алан Руссо*

**П**ОВОРОТ фортуны для России является поразительным. Накануне глобального финансового кризиса, который со всей силой обрушился на страну в конце 2008 года, Россия выглядела непобедимой. Почти десять лет внушительного экономического роста, осторожного макроэкономического управления, профицитов бюджета и счета текущих операций, третье место в мире по величине инвалютных резервов и растущий средний класс — вот лишь некоторые из ее достижений.

Но сейчас картина радикальным образом изменилась. Резкое падение производства в IV квартале 2008 года и I квартале 2009 года, близость к банкротству нескольких крупных банков, трудности, с которыми столкнулись ведущие промышленные группы, в сочетании с растущим ростом безработицы, привели к тому, что положение выглядит в совершенно ином свете. Кроме того, присутству-

ет еще и тот факт, что почти треть резервов страны, использованная для поддержания рубля во время его постепенного ослабления, испарилась.

## «Дежа вю»

Где мы раньше слышали эту историю? Головокружительная перемена в настроении и экономических результатах, а также некоторые другие черты текущего кризиса страным образом напоминают финансовый коллапс 1998 года. С 1995 года по начало 1998 года многие уважаемые западные аналитики считали Россию примером крупного глобального успеха. Согласно этим аналитикам, Россия, благодаря прежним усилиям первой реформаторской команды под руководством Президента Бориса Ельцина и исполняющего обязанности премьер-министра Егора Гайдара, менее чем за пять лет стала рыночной демократической страной.

**Экономика  
России  
по-прежнему  
зависит  
от природных  
ресурсов, и ей  
необходима  
диверсификация  
в условиях  
рынка**

Тогда, как и в 2008 году, Москва производила впечатление переживающего бум города, куда в погоне за прибылью стремились молодые специалисты. Фондовый рынок, несмотря на то что он был небольшой и неликвидный, был одним из наиболее быстро растущих в мире, происходило формирование среднего класса. Считалось, что Россия — слишком крупная и важная страна (к тому же обладающая слишком большими запасами ядерного оружия), и не может испытать крах, а посему опасения, что ее поразит Азиатский кризис, который во второй половине 1997 года и начале 1998 года затронул многие страны с формирующимся рынком, считались беспочвенными. Нам известно продолжение этой истории. В августе 1998 года наступил дефолт, произошла девальвация, возникло чувство отчаяния.

Какие выводы можно было тогда извлечь из этих двух кризисов, которые отделяют друг от друга почти ровно 10 лет? Во многих отношениях Россия ушла вперед после того, как разразился последний серьезный кризис. Оглядываясь назад на события 1998 года, мы, возможно, почувствуем некоторую успокоенность, зная, что сейчас положение России намного прочнее, чем тогда. Однако оправданы и некоторые опасения: подъем экономики на этот раз может наступить позднее и быть менее активным.

В чем мы уверены, так это в выводе о том, что Россия не приняла достаточных мер для защиты от повторяющихся кризисов, которые в значительной степени вызываются резким падением цен на нефть. Экономика России по-прежнему зависит от природных ресурсов, и она должна предпринять значимые меры для диверсификации на рыночной основе.

### Сохраняющееся значение нефти

Оба кризиса были вызваны в основном резким снижением цен на нефть, важнейшей внешнеэкономической переменной для российской экономики, для которой диверсификация и ослабление зависимости от нефти, газа и других биржевых товаров остается важнейшей долгосрочной задачей.

До кризиса в 1998 году на нефть и газ приходилась почти половина экспортных доходов России и непосредственно одна пятая доходов федерального правительства. К 2008 году доля нефти и газа в экспортных поступлениях достигла 68 процентов, а природные ресурсы напрямую обеспечивали половину доходов федерального правительства. На добывающие отрасли приходилось более 10 процентов совокупной добавленной стоимости, а их действительный вклад в ВВП был намного выше, поскольку около 60 процентов промышленного производства было сосредоточено в тесно связанных с ними отраслях, таких как нефтепереработ-

ка и производство удобрений и металлов. Приблизительные оценки свидетельствуют о том, что общая непосредственная доля природных ресурсов и смежных отраслей в совокупной добавленной стоимости фактически выросла примерно с 15 процентов в 1997 году до примерно 20 процентов в 2007 году. Кроме того, существенная доля добавленной стоимости в сфере услуг приходится на торговлю природными ресурсами и перевозку нефти, газа и минералов.

## «Россия не приняла достаточных мер для защиты от повторяющихся кризисов, которые в значительной степени вызываются резким падением цен на нефть».

С учетом того, что Россия сегодня еще в большей мере зависит от природных ресурсов, чем в 1998 году, как шок нефтяных цен сказался на ее экономике? После Азиатского кризиса цена марки Urals упала с 23 долларов за баррель в начале 1997 года до менее 9 долларов в середине июня 1998 года — снижение превысило 60 процентов. Текущий уровень цен на нефть далек от прошлых минимумов: в реальном выражении он почти в три раза выше, чем в середине 1998 года и сопоставим с ценами в начале 2005 года, когда российская экономика росла на 7 процентов в год и накапливала инвалютные резервы (см. рис. 1). Однако относительное изменение цены на этот раз было более быстрым и значительным: цена на нефть марки Urals упала в августе 2008 года с пиковой в размере 138 долл. за баррель до средней, 44 долл. за баррель, за первые четыре месяца 2009 года, снизившись почти на 70 процентов.

### Общая черта

Значение нефти для экономики является общей чертой кризисов 1998 и 2008 годов. Другая схожая особенность состоит в том, что очень сильно затронуты реальный, финансовый секторы и государственные финансы. Однако первоначальные условия в этих трех секторах, взаимосвязи между ними и последовательность событий, которые привели к кризису в 1998 году и спаду в 2008 году, существенно различаются.

**Реальная экономика.** Даже до наступления кризиса 1998 года Россия переживала спад. Хотя к тому времени экономика Москвы стала быстро расти, в 1997 году производство, по оценкам, сократилось в 43 из 79 регионов. В прошлом десятилетии, наоборот, рост был быстрым, устойчивым и охватывал многие регионы. В первой половине 2008 года производство росло в годовом выражении на 8,2 процента, а за 1999–2008 годы оно увеличилось на 82 процента. Во многих отношениях экономика испытывала перегрев.

В 1998 году проблемы в реальном секторе начались задолго до того, как августовский дефолт ударил по финансовой системе и привел к значи-



тельной девальвации рубля. Официальные данные с поправкой на сезонность отсутствуют, но приблизительные расчеты показывают, что в течение первых трех кварталов 1998 года производство резко сократилось, затем почти сразу после финансового кризиса начался устойчивый подъем (см. рис. 2). Если говорить простыми терминами, падение цен на нефть усугубило ситуацию в уже переживавшей трудности реальной экономике, нанесло серьезный ущерб государственным финансам, что было временно компенсировано за счет выпуска краткосрочного долга (ГКО) по очень высоким процентным ставкам, в который вкладывали большие суммы как нерезиденты, так и финансовые организации, являющиеся резидентами. Крах рынка ГКО вызвал финансовый кризис и резкое ослабление рубля.

В отличие от 1998 года, когда болезненное состояние постепенно распространилось с реального сектора на государственные финансы и банковскую систему, в 2008 году все три сектора экономики пострадали одновременно. Быстро растущему реальному сектору был нанесен двойной удар: цены на биржевые товары резко упали, и заметно снизился мировой спрос на продукцию обрабатывающей промышленности, включая готовую продукцию и полуфабрикаты из стали. Рынок синдицированных займов был парализован, что очень затруднило рефинансирование внешних обязательств для одних заемщиков из частного сектора и сделало это невозможным для других. Многие портфельные инвесторы покинули Россию и формирующиеся рынки в целом, финансирование торговли стало сокращаться. Резко упали доходы бюджета: в январе–феврале поступления сектора государственного управления, по сравнению с прошлым годом, упали в номинальном выражении на 9 процентов, что соответствует реальному сокращению почти на 20 процентов.

**Государственные финансы.** В 1998 году неурядицы в реальном секторе предшествовали финансовому кризису, и после наступления кризиса обратное воздействие банковского сектора и государственных финансов на реальную экономику было незначительным. На долю доходов сектора государственного управления (включая внебюджетные фонды) приходилось лишь 27 процентов ВВП в 1997 году, из них доходы федерального правительства составляли менее половины. Поэтому возможности для бюджетного стимула были лишь весьма ограниченными.

К 2008 году роль государства в экономике значительно увеличилась. Доходы сектора государственного управления составили в сумме 39 процентов ВВП, из них на долю федерального правительства приходилось 58 процентов. В 2004 году Россия создала Стабилизационный фонд, который позднее был разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, для сохранения части нефтяных доходов страны. К началу 2009 года этот фонд накопил 225 млрд долл. (17 процентов ВВП), а внешний долг госсектора был в основном выплачен. Несмотря на значительное снижение бюджетных доходов, у правительства имеется больше возможностей для бюджетного стимула, чем в 1998 году.

**Финансовый сектор.** Хотя в 1998 году финансовый сектор имел значительные инвестиции в ГКО, кредит частному сектору составлял лишь 9 процентов ВВП, при этом отношение кредитов к депозитам равнялось 76 процентам. Потребительский кредит практически отсутствовал, а финансирование проектов на срок больше года в сумме не достигало 2,5 процента ВВП. В этих условиях крах банковской системы оказал ограниченное влияние на реальный сектор. Скорее наоборот, кризис помог переориентировать банковскую модель на финансирование предприятий и потребителей.

Однако к середине 2008 года внутренний кредит частному сектору достиг 42 процентов ВВП, примерно четверть

этой суммы была предоставлена потребителям. При отношении кредитов к депозитам, составлявшем примерно 150 процентов, значительная часть ссудного портфеля фактически финансировалась за счет внешнего заимствования банков (200 млрд долл. на конец сентября 2008 года), в основном в форме синдицированных займов или кредитных линий от иностранных банковских материнских компаний. Крупные фирмы также активно выходили на международные финансовые рынки и накопили внешний долг примерно на 300 млрд долларов.

С конца 2000 года по III квартал 2008 года ссудные портфели банков росли в среднем более чем на 50 процентов в год, почти также быстро, как в Украине, где отношение кредита частному сектору к ВВП достигло 63 процентов, а банковская система уже испытывает серьезные трудности. В этом отношении все еще относительно небольшое отношение кредита к ВВП России вводит в некоторое заблуждение, поскольку оно отражает беспрецедентно высокие темпы роста номинального ВВП, который из-за быстро растущих цен на биржевые товары увеличился в восемь раз в долларовом выражении.

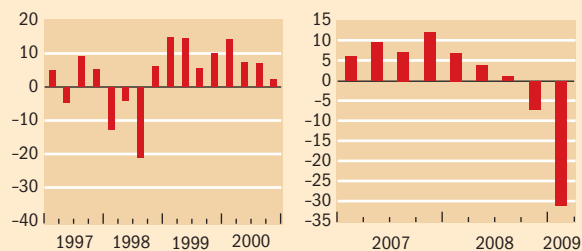
Такие высокие темпы роста кредита затрудняют работу как банков, так и органов надзора по обеспечению применения надлежащих моделей и процедур управления рисками. Предоставление ликвидности центральным банком,

Рисунок 2

### Анатомия кризиса

Российская экономика стала быстро расти в 1999 году. Будет видно, произойдет ли то же самое в 2009 году.

(По сравнению с предыдущим кварталом, с поправкой на сезонность, в годовом выражении в процентах)



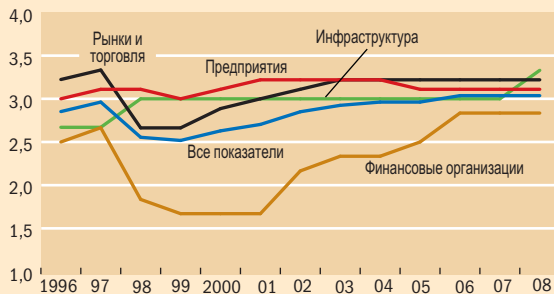
Источники: Росстат; данные официальных органов России.

Рисунок 3

### Преобразование экономики

Некоторые реформы после кризиса в 1998 году остановились.

(Показатели перехода к рыночной экономике, 1996–2008, min=1; max=4.33)



Источники: EBRD Transition Indicators.

Примечание. ЕБРР отслеживает ход реформ в странах с переходной экономикой по нескольким параметрам: перестройка предприятий, рынки и торговля, инфраструктура и финансовые организации, — и составляет соответствующие индексы реформ по шкале от 1 до 4+, где более высокие значения соответствуют более глубоким реформам.

возможно, позволяет банкам временно рефинансировать проблемные ссуды, но, в конечном итоге, базовое качество активов зависит от состояния реальной экономики. Поэтому важно разработать планы чрезвычайных действий на случай реструктуризации и рекапитализации банковской системы.

Действия по укреплению банковской системы, которая сейчас стала значительно крупнее, до настоящего времени были сосредоточены на предоставлении крайне необходимой ликвидности, поскольку банки оказались в основном отрезанными от международных рынков. Кроме того, в сентябре 2008 года большое число банков, особенно средней величины и региональных банков, столкнулись с проблемой быстрого изъятия депозитов розничными и корпоративными клиентами. В ответ на это власти расширили охват страхования вкладов и пополнили ликвидность в значительных масштабах, предоставив банкам обеспеченные и необеспеченные ссуды.

## **«В отличие от ситуации 10 лет назад, у правительства сейчас есть достаточные средства для принятия значительных бюджетных стимулов в области спроса и предоставления адресных социальных трансфертов».**

В положительном плане следует отметить, что у России нет серьезной проблемы с долгом, выраженным в иностранной валюте. Лишь 25 процентов внутренних корпоративных займов и примерно одна девятая потребительских кредитов были выражены в валюте — намного меньше, чем в большинстве других стран Европы с формирующимся рынком. Это резко отличается от ситуации в июле 1998 года, когда коэффициент долларизации составлял 42 процента.

Таким образом, недавнее ослабление рубля не оказало непосредственного сильного воздействия на качество балансов средних фирм и ссудные портфели банков. В то же самое время острота экономического спада и очень быстрый рост банковской системы указывают на возможное быстрое увеличение числа необслуживаемых кредитов в будущем.

### **Разные времена, разные ответные меры политики**

Эти различные обстоятельства отчасти объясняют другое важное различие между 1998 годом и 2008 годом: ответные меры политики. В 1998 году у России не было ресурсов, и, возможно, политической воли для принятия мер в ответ на кризис. Действительно, самым важным в тот период было то, что правительство не сделало: другими словами, оно не пыталось облегчить выход из кризиса за счет количественных мер. Правительство и, к некоторому удивлению, председатель центрального банка Виктор Геращенко не поддались на требования многих заинтересованных сторон печатать деньги, и реальная экономика стала быстро расти.

На этот раз характер кризиса отличается коренным образом, его источники лежат за пределами России, правительство обладает значительно большими ресурсами. Ответные

меры властей также были намного более решительными как в денежно-кредитной, так и в налогово-бюджетной сфере.

Пересмотренный бюджет на 2009 год предусматривает значительные бюджетные стимулы, при этом в 2009 году федеральный бюджет, как ожидается, будет сведен с дефицитом до 8 процентов ВВП, затем в 2010 году, скорее всего, последует дефицит в 5–6 процентов ВВП. Дефициты будут финансироваться главным образом за счет накопленных финансовых резервов. Дополнительные дискреционные расходы в объеме 4,1 процента ВВП включают пакет мер в области спроса примерно в размере 2 процентов ВВП, в основном социальные расходы, пакет мер в области предложения до 1,3 процента ВВП представлен целевой поддержкой отдельных предприятий и отраслей, а пакет для банков составляет порядка 0,8 процента ВВП.

Кризис 1998 года привел к сворачиванию ряда структурных реформ, в основном в финансовом секторе, а также в отношении свободных рынков, торговой интеграции, приватизации и перестройки предприятий (см. рис. 3). Но кризис также, пожалуй, привел к ряду существенных среднесрочных инициатив в области структурных реформ, включая реструктуризацию электроэнергетики, налоговую реформу, введение страхования вкладов и пенсионную реформу.

Пока еще слишком рано оценивать воздействие текущего кризиса на программу реформ. Растущая безработица (по оценкам, 9,5 процента в феврале 2009 года), снижающиеся доходы, высокие темпы инфляции (13 процентов по сравнению с предыдущим годом), низкий спрос на продукцию обрабатывающей промышленности и менее многочисленные острые краткосрочные потребности инфраструктуры могут сделать политически привлекательными административные меры, такие как контроль над ценами и тарифами и целевые субсидии разоряющимся предприятиям. Некоторые из них уже были применены в небольших масштабах. Например, недавно были повышены импортные тарифы на подержанные машины.

### **Возможное развитие событий**

Как и в 1998 году, темпы восстановления после текущего кризиса будут зависеть от внешних факторов, в основном от темпов глобального подъема, траектории цен на нефть и стоимости капитала на международных рынках, с учетом огромных потребностей России в инвестициях в промышленность и инфраструктуру.

Однако темпы подъема в большей мере, чем в 1998 году, также зависят от ответных мер политики, учитывая более заметную роль правительства и значительно более тесные взаимосвязи между финансовой системой и реальной экономикой.

В отличие от ситуации 10 лет назад, у правительства сейчас есть достаточные средства для принятия значительных бюджетных стимулов в области спроса и предоставления адресных социальных трансфертов группам, в наибольшей степени пострадавшим от кризиса, и избежать сворачивания реформ. Но в условиях, когда сейчас финансовый сектор играет в российской экономике намного более важную роль по сравнению с 1990-ми годами, потенциальные издержки краха банковской системы для реальной экономики могут быть очень высокими, равно как и издержки ошибочной бюджетной политики. В ближайшие месяцы правительству России придется действовать очень осторожно. ■

*Эрик Бергледф — главный экономист, Алан Руссо — директор по вопросам стратегии и анализа, а Александр Плеханов — экономист в Европейском банке реконструкции и развития.*