

***ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА***

НАУЧНЫЕ ТРУДЫ

№ 18Р

**Финансовый кризис:
причины и последствия**

Сборник докладов

Москва, 2000

Институт экономики переходного периода

Основан в 1992 г.

Учредитель: Академия народного хозяйства при

Правительстве РФ

Директор: Е.Т. Гайдар

17-18 апреля 1999 года состоялась конференция «Финансовый кризис: причины и последствия». Конференция была организована Институтом экономики переходного периода, Фондом перспективных международных исследований, Social Market Foundation (Лондон) и The Royal Institute of International Affairs (Лондон). В работе конференции приняли участие известные зарубежные и российские ученые-экономисты. В сборнике представлены доклады, которые прозвучали на русском языке. Доклады зарубежных ученых опубликованы в научных трудах **Centre for Post-Collectivist Studies** Paper No. 10 «**FINANCIAL CRISES**»

Редактор: Н. Главацкая

Компьютерный дизайн: А. Астахов

Настоящий сборник издан на средства гранта, предоставленного Институту экономики переходного периода Агентством международного развития США

ISBN 5-93255-017-1

Лицензия на издательскую деятельность № ЛР 021018 от 09 ноября 1995 г.
103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229-6413, FAX (095) 203-8816

E-MAIL – root@iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

Институт экономики переходного периода

© **Институт экономики переходного периода, 2000.**

СОДЕРЖАНИЕ

Е. Гайдар <i>(Институт экономики переходного периода)</i> Вступительное слово	5
Р. Скидельски <i>(The Social Market Foundation)</i> История финансового кризиса	7
С. Синельников-Мурылев <i>(Институт экономики переходного периода)</i> Факторы и этапы финансового кризиса в России	12
А. Аганбегян <i>(Академия народного хозяйства при Правительстве РФ)</i> О причинах финансового кризиса в России	24
В. Мау <i>(Рабочий центр экономических реформ при Правительстве РФ)</i> Политэкономия финансового кризиса в России	29
Е. Ясин <i>(Высшая школа экономики)</i> Внешние и внутренние факторы финансового кризиса	36
Л. Григорьев <i>(Фонд бюро экономического анализа)</i> Внешние и внутренние факторы финансового кризиса в России	42
В. Фальцман <i>(Российско-немецкая Высшая школа управления)</i>	

Переход к новой парадигме экономического роста как необходимое условие выхода из кризиса	48
А. Колесников <i>(Федеральная комиссия по ценным бумагам)</i> Проблемы кризиса на российском рынке ценных бумаг	53
А. Чернявский <i>(Институт проблем инвестирования)</i> Перспективы преодоления финансового и банковского кризиса в России	58
Р. Евстигнеев, <i>(Центр Института международных экономических и политических исследований)</i> Л. Евстигнеева <i>(МНИИПУ)</i> Нужно менять приоритеты либеральных реформ	63
Ю. Данилов <i>(Высшая школа экономики)</i> Государственный долг России: ошибки и меры по их предупреждению.....	66
А. Дворкович <i>(Экспертная экономическая группа Министерства финансов РФ)</i> Управление государственным долгом в условиях оттока капитала: возможности преодоления долгового кризиса	72

неустойчивым, как финансово-денежная стабилизация 1995-1998 годов.

Р. Скидельски

(The Social Market Foundation)

История финансового кризиса

Прежде всего, хочу напомнить Вам слова Кейнса, который писал, что международные инвестиции всегда должны пройти дефолт. Кроме того, в свое время он отмечал, что никакие инвестиции не могут быть столь глупыми, как те кредиты, которые Франция предоставила России в 1914 году, поскольку они представили собой фактически сбережения Франции, и все они были потеряны. Хотя это был драматический эпизод, но в действительности он был одним из многих подобных случаев.

В период между семидесятыми годами XIX века и началом Первой Мировой войны, в период, когда собственно и начинались иностранные инвестиции, все они были потеряны. Так, государства Латинской Америки, южные штаты США, Китай, Турция, Греция, Балканы, Россия, Австрия, Венгрия, Испания, Португалия – все оказалась перед проблемой дефолта. Один из известных экономистов отмечал, что ни один кредит, который предоставлялся суверенной стране, не был выплачен в соответствии с первоначально поставленными условиями. Фактически приходилось прощать эти долги, а правительства-заемщики стояли перед серьезной проблемой реструктуризации и управления долгами.

Таким образом, мы видим, что всегда существовали кредитные риски. И сегодня мы опять видим такую же ситуацию. Сейчас, на пороге нового века, ситуация во многом напоминает ту, которая была в 1914 г. Второй раз в мировой истории мы

начали проводить гигантский эксперимент, создавая мировую экономику без мирового правительства. Мы опять фактически вверили свое будущее финансовым рынкам. Мы стоим перед эрой дефолта, кризиса и паники. Почему же мы так поступаем, что за мотив движет иностранными инвесторами?

Мы, экономисты, говорим об интегрированном рынке капитала, считаем, что это эффективные и глобальные рынки, что они распределяют капитал по всему миру наиболее оптимальным образом, с более низким процентом. Кажется, что все очень рационально, казалось бы нам нужно иметь именно такую систему. Но вспомним, что писал Кейнс. Мы проводим такие реформы, но у нас нет никаких правовых рычагов, чтобы управлять кризисом, и мы не знаем, что делать. Экономисты говорят, что процентные ставки — это определенная мера риска, что мы уже и видели в 1980 году. Совсем недавно инвесторы потеряли очень большие средства. Видимо, что-то неправильно в нашей теории. Мы видим, что инвестиционные рынки далеки от совершенства и, наверное, их архитектура должна быть пересмотрена для повышения надежности. Необходимо продумать как саму систему финансовой информации, так и рациональное ее поступление.

С другой стороны, у нас возникает проблема с регулированием финансовой системы. Эти два подхода не противоречат друг другу, но это все-таки философия инвестиций.

Что касается экономики в широком смысле, то можно сказать о двух других подходах. Во-первых — подход балансовый, то есть необходимость, как следует просчитать все возможные варианты. Во-вторых — проблема использования кредитов и оценка рисков при предоставлении кредитов.

Что касается правительства и доверия к нему, его платежеспособности, то речь должна идти о том, каким образом выплачиваются проценты по долгам. Кроме того, необходим анализ платежного баланса страны. Должна проводиться оценка надежности и устойчивости банковской системы и состояния промышленности. Чем более прозрачна информация, которая предоставляется инвесторам, тем больше вероятность достоверной оценки ситуации.

Таким образом, мы считаем, что все-таки риски можно просчитать и измерить. Если это будет сделано, то можно будет сопоставить процентные ставки с существующими инвестиционными рисками. Если же этого не произойдет, то всегда будут существовать определенные потери по инвестиционным проектам.

Однако здесь уместно вспомнить еще одно высказывание Кейнса о том, что абсолютная прозрачность практически нечто невыполнимое. Мы, в общем-то, не знаем в каких пределах могут варьировать все измеряемые величины, они не могут быть стабильными. Кейнс отмечал, что инвестиции не только рискованны, но вообще вызывают большую неуверенность. Нельзя просчитать будущие активы, и если мы пытаемся это делать — то это просто техника для самоуспокоения, своего рода отговорка. Он писал, что будущее фактически очень нестабильно и классическая экономическая теория, в общем-то, не определяет многих вещей.

Есть вещи просто неопределенные, вероятность наступления которых можно только предполагать. Даже прогнозы по поводу войны не могут быть твердыми. Фактически невозможно просчитать никакие варианты на будущее.

Итак, что же такое инвестиции? Какова их природа? Неужели они полностью зависят от нашей психологии, от нашего отношения, от доверия? Неужели неуверенность должна всегда присутствовать при принятии решений о инвестициях?

При такой точке зрения очень важно регулирование. Именно посредством регулирования можно сократить неуверенность.

Теперь позвольте мне перейти к обсуждению положительных и отрицательных сторон, которые связаны с двумя точками зрения на инвестиции.

Первая точка зрения при принятии решения об инвестициях связана с расчетами на основе балансов. Здесь, безусловно, очень много положительных моментов, поскольку скрупулезность и бережливость, как правило, учитываются в этой точке зрения. Вторая же теория, напротив, придерживается мнения, что нужно рисковать и не быть излишне осторожным.

Эти две теории связывают нас с двумя точками зрения на риски морального плана. Первая из них не игнорирует полностью моральную ответственность, но, тем не менее, уменьшает ее роль. Согласно второй — риски морального плана могут быть приемлемыми, поскольку инвестиционная политика должна строиться на основе поощрения, а не ограничивать стимулы.

Говоря о французских инвестициях в России до 1914 года, я хотел бы рассказать о тех причинах и стимулах, которые двигали инвесторами. Почему же французские инвесторы вдруг решили инвестировать деньги в страну, о которой практически ничего не знали? Если мы ответим на этот вопрос, то, возможно, мы сможем найти решение проблемы принятия инвестиционных решений как в прошлом, так и в настоящее время.

В 1884 году во Франции был образован фонд, который регулировал деятельность инвесторов, аккумулировал экономическую информацию для держателей различных отечественных и иностранных облигаций. Этот фонд фактически занимался скринингом информации — какую информацию нужно было удерживать, а какую можно было открыто публиковать на рынке.

Процент государственного долга был ключевой информацией, по которой французский информационный фонд оценивал надежность финансовой системы той или другой страны.

Что касается российского бюджета, российского капитала, то и до революции в государственной собственности были очень крупные средства. На рынке создавалось впечатление, что постоянно растет стоимость государственных активов. Собранный фондом информация по кредитному состоянию, по кредитной истории государства показала, что Россия была наиболее платежеспособной и благонадежной в финансовом отношении страной во всем мире.

После заключения франко-российского договора, капиталовложения в Россию были связаны с политическими и патриотическими мотивами. На политическую нестабильность не обращали внимания. Хотя на самом деле об этом нужно было