

III. КРИЗИС 1998 ГОДА: ПОСЛЕДСТВИЯ И РЕАГИРОВАНИЕ ПОЛИТИКИ

Введение

Первым незамедлительным результатом кризиса 1998 года в России была утрата доверия иностранных инвесторов, вызванная неспособностью правительства обеспечить обслуживание накопленного государственного долга. Однако, корни кризиса значительно более глубоко уходят в отсутствие структурных реформ, а также слишком медленные темпы приватизации и реструктуризации. Эти недостатки являются выражением постоянной слабости государства в отношении государственных финансов. Следовательно, отрицательное воздействие российского кризиса было значительно более глубоким в случае со странами, где имели место аналогичные проблемы.

Для Молдовы непроведение структурных реформ превратилось в неустойчивую внутреннюю и внешнюю позицию в конце 1997 года. Подобная ситуация почти всегда приводит к финансовому кризису, если только не предпринимаются оперативные корректировки политики. Суматоха, последовавшая в 1998 году за российским кризисом, стала для Молдовы катализатором, ускорившим обвал ее хрупкой денежной стабилизации. Потери на счете движения капиталов (отток капиталов за границу) поставили страну на грань дефолта. К сожалению, российский кризис имел фактически более глубокое влияние на экономику Молдовы ввиду резкой и, возможно, безвозвратной утраты основных рынков для экспорта, ситуация, способная повлиять на фактическую экономическую деятельность в более долгосрочной перспективе.

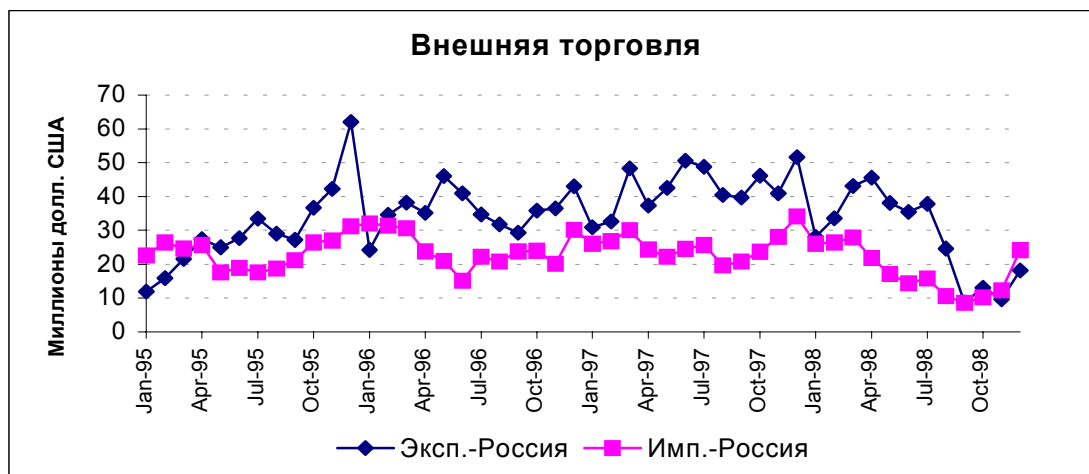
1. Каналы распространения кризиса: Давление на платежный баланс

1.1 Текущий платежный баланс

Молдова – небольшая страна с открытой экономикой, весьма чувствительной к изменениям состояния своего текущего счета и международных условий торговли. К сожалению, в последние годы уязвимость страны увеличилась, поскольку один из партнеров – Россия – усиливает свои доминирующие позиции во внешней торговле. В 1997 году экспорт в Россию составил более 60 % всего молдавского экспорта, по сравнению с 35 % в начале десятилетия. Подобное втягивание Молдовы в своего рода спираль является прямым следствием замедленного процесса реструктуризации экономики, одновременно демонстрирующим отсутствие каких-либо усилий по поиску альтернативных рынков. Традиционно, молдавские производители имели преимущественный доступ к российским рынкам с относительно невысоким уровнем конкурентоспособности. Однако, подобная ситуация не способствовала развитию способностей молдавских предприятий-производителей в поиске рынков сбыта, а также улучшению качества производимой продукции. С другой стороны, экспорт в Россию всячески приветствовался политически с целью компенсировать импорт энергии из этой страны. В общем объеме операций с Россией велика доля операций, расчет по которым осуществляется в натуральной форме, что вызывает дальнейшие отрицательные последствия для инвестиционных возможностей молдавских производителей. В результате этого, продолжала увеличиваться зависимость экономики, что позволило России навязать Молдове свои условия торговли; значительная часть отрицательных потрясений, с которыми столкнулись российские предприятия в переходный период, была поэтому перенесена на предприятия Молдовы. Следовательно, кризис 1998 года привел не только к сокращению экспорта в Россию, но и к снижению цен, выплачиваемых российскими импортерами за продукцию молдавских производителей. Более того, снижение цен привело также к сокращению размера прибыли молдавских

экспортеров. В то же время, поставка российских энергоресурсов осуществляется на менее благоприятных условиях.

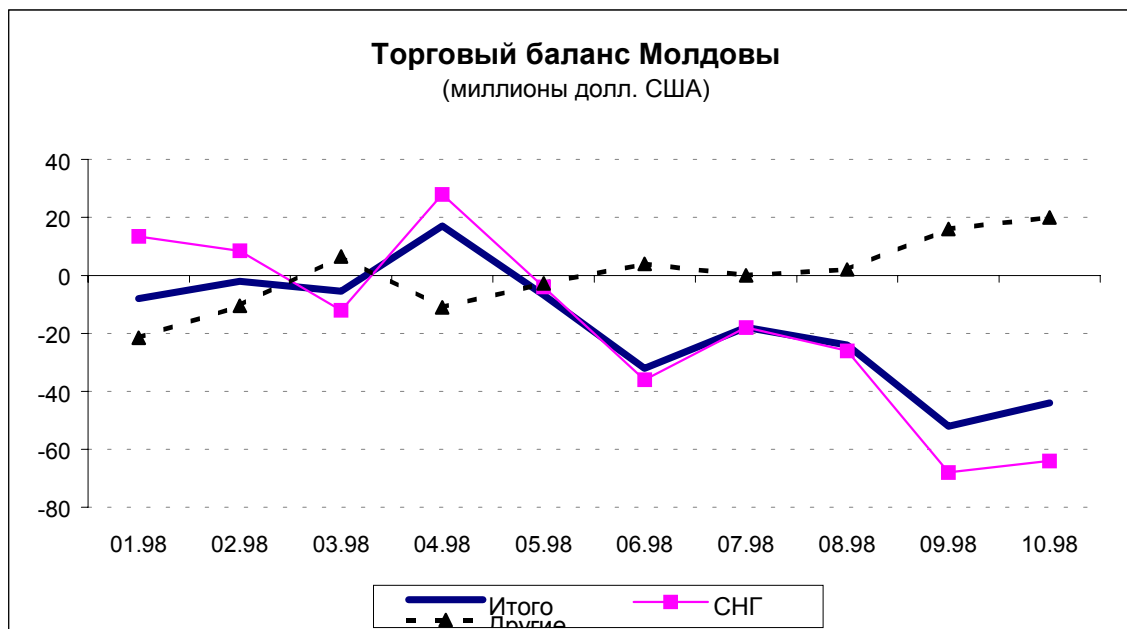
График 19



Источник: MET

В этом смысле, спад российского спроса на молдавскую продукцию имеет опустошительное воздействие на экономику Молдовы в среднесрочном плане. Кризис произошел неожиданно и практически заморозил экспорт в Россию, несмотря на то, что положение экспортеров и без того ухудшилось с начала года. Только в сентябре 1998 года объем экспорта сократился почти на 80 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, и ситуация эта не улучшилась вплоть до конца года. Впервые с начала 1996 года, Молдова отразила в своих отчетах отрицательный торговый баланс с Россией.

График 20



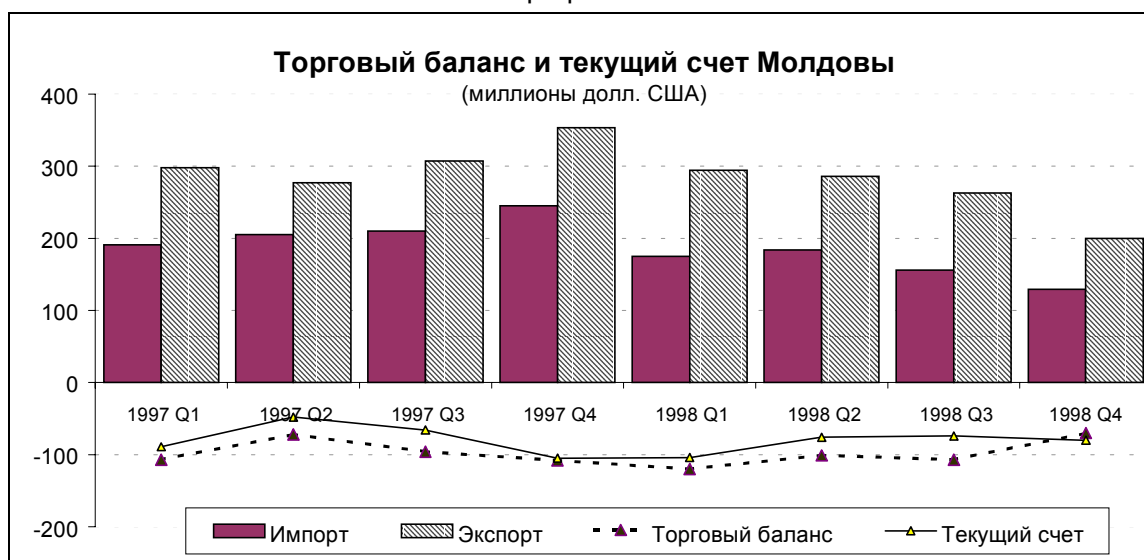
Источник: MET

Пост-кризисное ухудшение состояния торговли не столь разительно, если принять во внимание все внешнеторговые изменения. Во второй половине 1998 года сокращение экспорта на рынки СНГ было компенсировано аналогичной тенденцией по снижению

импорта из стран дальнего зарубежья, что несколько смягчило удар по торговому балансу. Однако, в целом состояние торговли было неблагоприятным в 1998 году, когда внешний дефицит достиг 24 % ВВП (по сравнению с 18 % в 1997 году).

Состояние текущего платежного баланса также ухудшилось из-за сокращения доходов. Более 10.000 граждан Молдовы, что составляет 8 % занятых в производственной сфере, работает за рубежом; 90 % из работающих за рубежом нанимаются российскими компаниями, преимущественно в области строительства. После резкого сокращения инвестиционных возможностей в России частные переводы значительно уменьшились. Чистый факторный доход в 1998 году сократился на 50 % (20 млн долларов США) по сравнению с 1997 годом, однако это изменение было скомпенсировано быстрым ростом чистых текущих перечислений. В результате, дефицит текущего платежного баланса в 1998 году составил 20 % ВВП (по сравнению с 16 % в 1997 году).

График 21

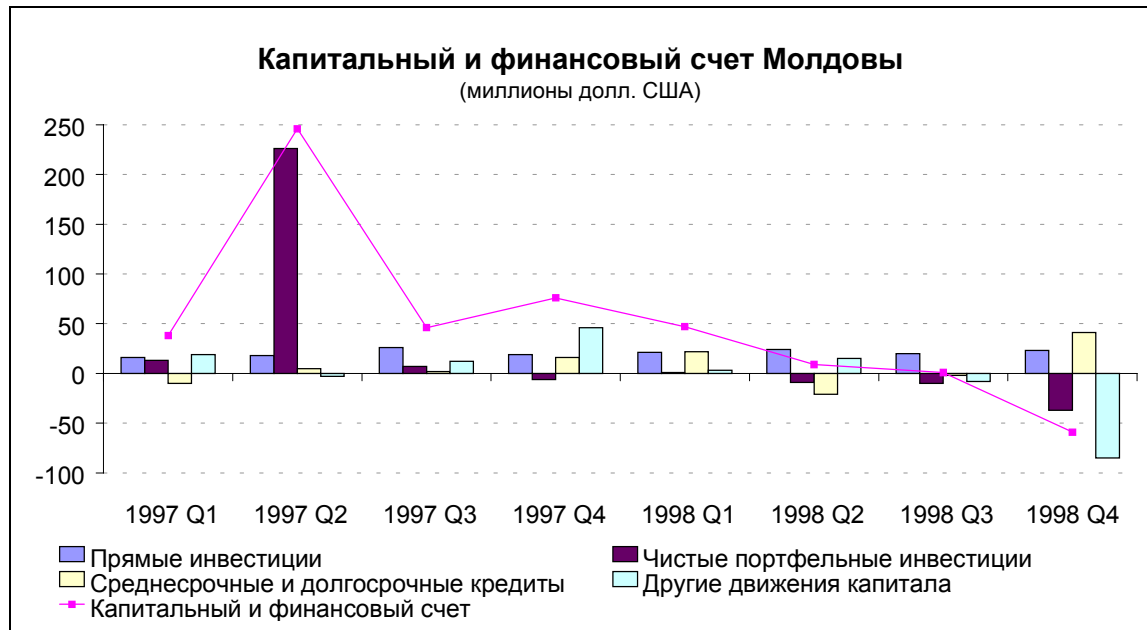


Источник: Национальный банк Молдовы

1.2 Баланс движения капиталов

Неравновесие текущего платежного баланса в период между 1995 и 1997 годами связывались с быстро растущими притоками капитала, которые за указанный период увеличились вдвое. Изменение ситуации на рынке после азиатского кризиса, наряду с растущей озабоченностью по поводу экономического развития в странах СНГ, развернули положительную тенденцию в обратную сторону. Как следствие российского кризиса, все страны региона испытали на себе резкий отток частного финансирования, сопровождавшийся ростом процентного спреда по казначейским обязательствам. Резко сократился объем частного капитала, ранее доступного странам с зарождающейся рыночной экономикой в Европе (в особенности, странам СНГ). В ответ на кризис, иностранные инвесторы в Молдове изъяли свои средства, конвертировали их в доллары и покинули рынок. Местные предприниматели были готовы оформлять фальшивые внешнеторговые контракты, чтобы иметь возможность скупать доллары, в то время, как коммерческие банки Молдовы оказались вовлеченными в спекулятивные операции с национальной валютой.

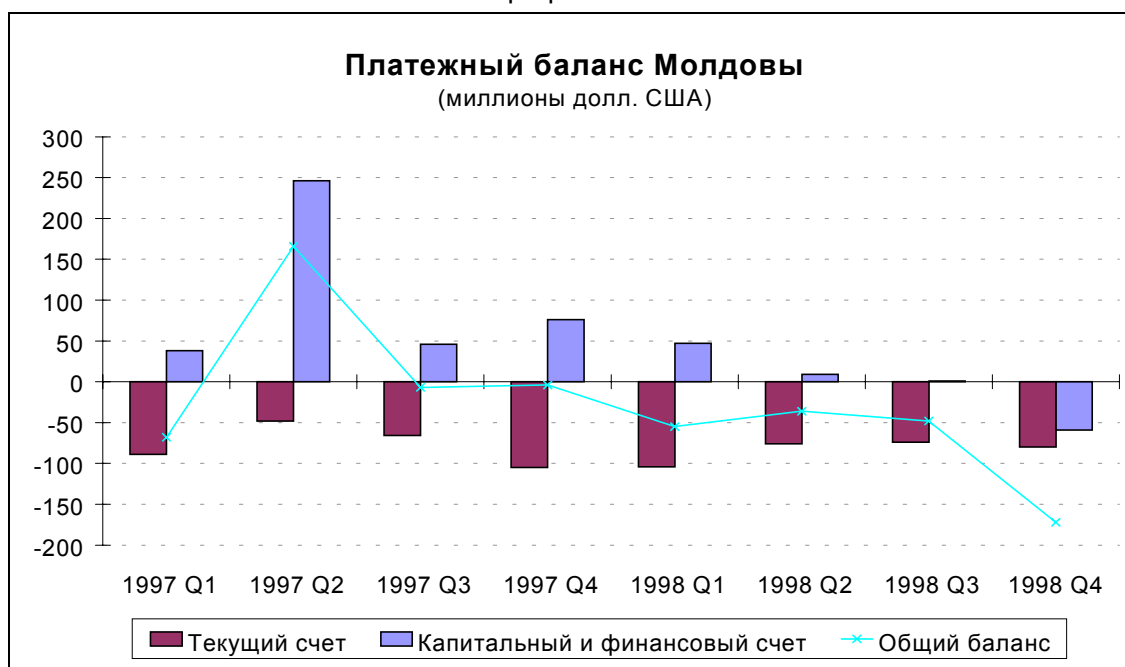
График 22



Источник: Национальный банк Молдовы

Такая скорая и полная перемена стала возможной благодаря улучшению в течение последних лет состояния баланса движения капиталов, наполненного исключительно за счет притока портфельных инвестиций. В 1997 году этот приток увеличился более, чем в четыре раза по сравнению с 1996 годом, несмотря на то, что он являлся результатом лишь двух операций, совершенных во втором квартале 1997 года: размещения еврооблигаций и секьюритизации долга Газпрому. Кроме того, нерезиденты играли довольно существенную роль на рынке казначейских обязательств. Однако, портфельные инвестиции оказались очень ненадежными. Утрата доверия к правительству Молдовы началась в начале 1998 года и достигла своей кульминации в период массового оттока средств после разразившегося российского кризиса. Отток средств с рынка казначейских обязательств оценивается в 30 млн долларов США; вслед за ним последовал выкуп первого молдавского частного размещения на сумму 30 млн долларов США. Еще более массовое «бегство капитала» наблюдалось в случае изначально незарегистрированных валютных операций (к примеру, передача США реактивных истребителей на сумму 40 млн долларов США). Поступления от МВФ (довольно существенные в 1995 и 1996 годах) снизились почти до нуля в 1997 и 1998 годах, ввиду приостановления финансирования в рамках кредитной линии EFF (программы расширенного кредитования). Трудности в связи с договорами о кредитовании привели к отрицательному финансированию в этот период со стороны Всемирного Банка. Новых реальных поступлений средств от МВФ не было вплоть до января 1999 года. В то же время, для осуществления в 1997 и 1998 годах выплат по внешним долгам только МВФ требовалось около 70 млн долларов США.

График 23



Источник: Национальный банк Молдовы

Как и во многих других странах, иностранные прямые инвесторы проявили себя как наиболее стабильный источник притока капитала. В первой половине 1998 года рост прямых иностранных инвестиций в Молдову продолжал оставаться положительным, несмотря на снижение ставки. В 1998 году объем прямых иностранных инвестиций был на 20 % выше, чем в 1997 году (Объем прямых иностранных инвестиций в 1997 году утроился по сравнению с объемом 1996 года). Однако, следует отметить, что пока Молдове не удалось привлечь значительные прямые иностранные инвестиции (лишь 90 млн долларов США в 1998 году) и даже их постоянный приток не компенсирует отток портфельных инвестиций.

Несмотря на непрерывно ухудшающуюся ситуацию, вплоть до конца третьего квартала 1998 года баланс движения капиталов был положительным. Однако, он покрывал лишь 45 %, 11 %, и, соответственно, 1% дефицита текущего платежного баланса, относящегося к первому, второму и, соответственно, третьему кварталу (в то время, как по году в целом, соотношение в 1997 году составило 120 %). После российского кризиса баланс движения капиталов «переместился» в значительный дефицит.

2. Последствия кризиса и соответствующие дилеммы политики

2.1 Последствия в области денежной политики

Ухудшение состояния платежного баланса вызывают серьезную финансовую нестабильность в Молдове, вынуждая власти соответственно корректировать свою политику. Главной задачей на повестке дня 1999 года становится поощрение подобной корректировки, обеспечивающее при этом уклонение от социальной реакции.

2.1.1 Ставка обменного курса и валютные резервы

Ухудшение состояния платежного баланса также оказало серьезное давление на национальную валюту. Наиболее важной дилеммой, с которой столкнулся НБМ, стал вопрос о том, следует ли пытаться защитить национальную валюту или следует позволить рыночным силам установить новую уравновешенную ставку обменного курса. Были две

основные причины, которыми руководствовался НБМ в своем первоначальном решении сохранить любой ценой стабильность лея в номинальном выражении вплоть до ноября 1998 года. Во-первых, уже существовавший внушительный внешний долг: высокая стоимость обслуживания этого долга поднялась бы выше финансовых возможностей правительства. Во-вторых, стабильная национальная валюта являлась лишь видимым признаком успешного проведения реформ в Молдове: за последние пять лет НБМ удалось завоевать доверие, благодаря стабильности обменного курса. Поэтому решение девальвировать национальную валюту рассматривалось как риск скомпрометировать всю финансовую систему, что могло привести к массовой продаже национальной валюты и, таким образом, к обвалу всей системы.

Первоначально НБМ пытался поддержать валютный курс путем внушительных интервенций на валютном рынке. Вплоть до ноября 1998 года лей поддерживался на искусственно завышенном уровне, что наносило очень серьезный удар по внешним валютным резервам. Несмотря на огромное количество твердой валюты, проданной НБМ в сентябре – октябре 1998 года, ставка обменного курса (лей/доллар США) увеличилась с 4,7 в августе до 5 в середине октября.

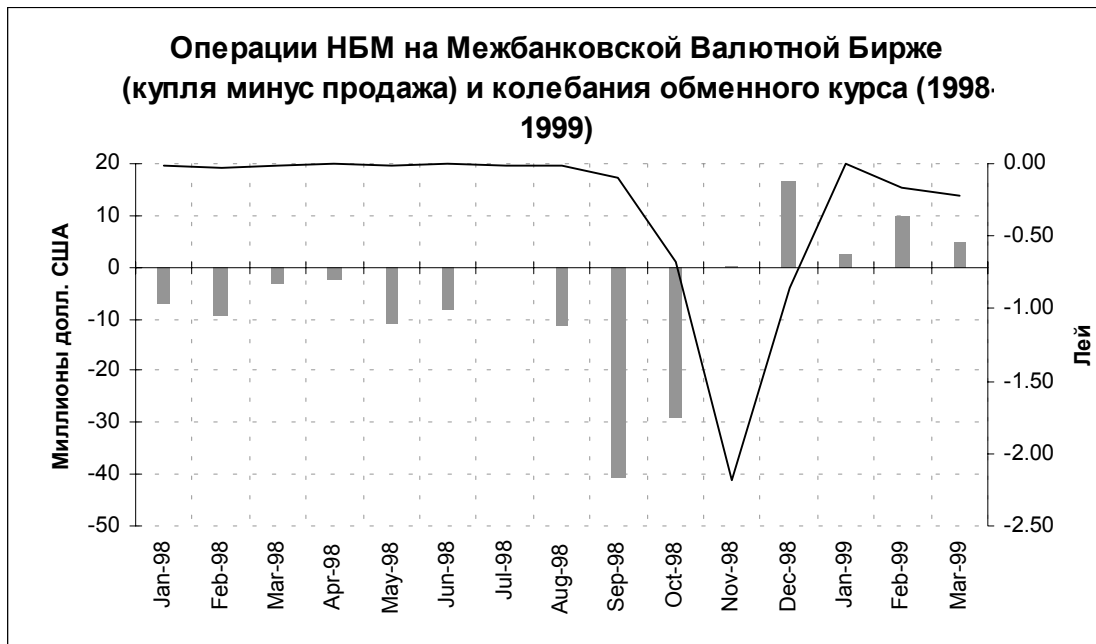
Подобная реакция давала повод для широкой критики, поскольку приводились доводы, что масштабы российского кризиса сделали невозможным сохранение существующей ставки обменного курса. Следует также отметить, что в период с середины августа до начала ноября российский рубль обесценился на 170 %, украинская гривна – на 65 %. Поэтому сильный молдавский лей означал повышение курса лея по отношению к рублю, что сыграло свою роль в утрате конкурентоспособности Молдовы на рынках России и Украины. В подобной ситуации, политика НБМ проявила себя, как несостоятельная: Банк проигнорировал предупреждения, высказанные, между прочим, МВФ, и продолжил свои усилия по возврату к ситуации оттока капитала. Поддержка национальной валюты привела к значительным потерям валютных резервов. Еще до российского кризиса тревожным сигналом стали массовые продажи твердой валюты через Межбанковский валютный рынок. Впервые после введения национальной валюты, чистые операции НБМ на Бирже в течение семи месяцев были отрицательными (январь – июль 1998 года). В течение этого периода, продажи НБМ на 41 млн долларов США превысили общую сумму покупок на рынке. Более того, даже после кризиса НБМ проводил массовые интервенции с целью поддержания лея: только в период с августа по октябрь 1998 года НБМ пустил на ветер еще 81 млн долларов США из своих резервов. Общая сумма убытков, таким образом, достигла почти 123 млн долларов США. Брутто-резервы НБМ снизились с 366 млн долларов США в начале 1998 года до 144 млн долларов США на конец года, т.е. на 222 млн долларов США (разница возникла за счет платежей по обслуживанию долга). За несколько месяцев резервы НБМ достигли, таким образом, уровня 1994 года.

График 24



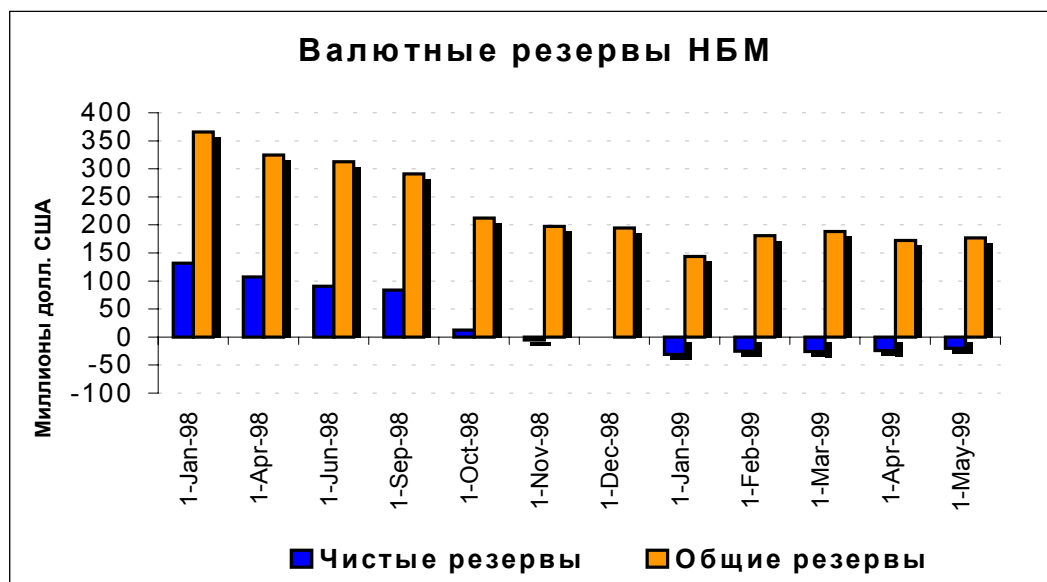
Источник: Национальный банк Молдовы

График 25



Источник: Национальный банк Молдовы

График 26



Источник: Национальный банк Молдовы

Во второй половине октября 1998 года НБМ принял решение предпринять еще одну попытку стабилизировать лей с помощью использования обязательных резервов коммерческих банков как стержня денежной политики. Требования по обязательным резервам были подняты с 8 % до 25 %. С помощью данной меры НБМ пытался ограничить спрос банков на твердую валюту, связав их ликвидность в национальной валюте. НБМ полагал, что отсутствие национальной валюты вынудит коммерческие банки продавать твердую валюту на межбанковском рынке. Однако, ожидания НБМ не оправдались. Несмотря на то, что ряд банков приступил к формированию необходимых резервов, до конца октября ни один из банков не сумел справиться с поставленной задачей. Тем временем, национальная валюта продолжала обесцениваться, достигнув ставки в 6 лей/1 доллар США к концу октября.

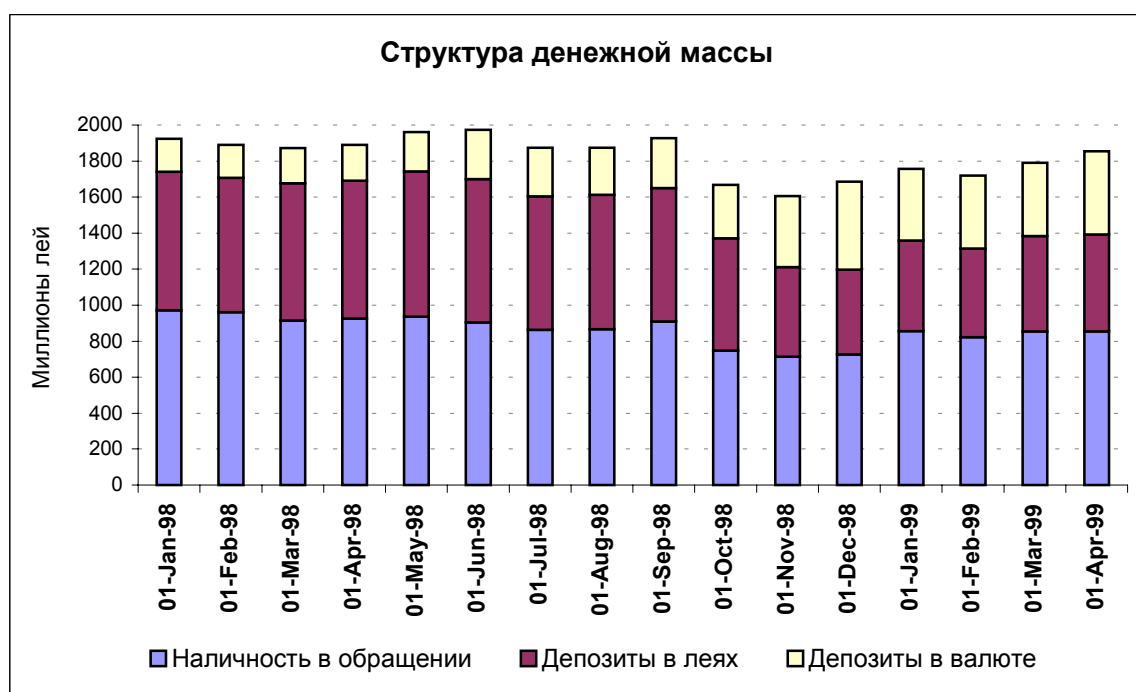
Начиная со 2 ноября, НБМ принял решение прекратить продажу твердой валюты, позволив коммерческим банкам свободно определять ставку обменного курса. Подобное решение фактически означало, что НБМ не справился с задачей по удовлетворению растущего спроса на твердую валюту. С этого момента, официальный обменный курс устанавливался как средневзвешенная величина курса по результатам банковских операций.

Столкнувшись с неспособностью коммерческих банков выполнить требования по обязательным резервам, НБМ снизил обязательный уровень до 15 %, настаивая при этом, чтобы 10 % всех активов банка были представлены в виде казначейских обязательств. В результате этого, произошло резкое обесценивание национальной валюты с 6,40 лей за один доллар США (на 1 ноября) до 9,71 лей за один доллар США на 1 декабря 1998 года. После этого ставка обменного курса стала относительно стабильной, преимущественно за счет жесткого контроля НБМ за выполнением требований по обязательным резервам. Более того, имело место и незначительное повышение курса молдавского лея (8,32 лей за 1 доллар США на 1 января 1999 года), и НБМ удалось приобрести 16 миллионов долларов США. Затем вновь началось обесценивание лея, однако значительно более медленными темпами. К концу марта 1999 года, ставка обменного курса достигла 9,16 лей за один доллар США, что стало новым валютным курсом равновесия на рынке. Политика НБМ по непроведению интервенций, таким образом, проявила себя как весьма успешная. Вероятно, эта политика будет сохраняться и в будущем, поскольку основной задачей центрального банка должно оставаться накопление новых валютных резервов.

2.1.2 Депозиты и банковская система

Коммерческие банки относительно спокойно прошли через кризис, поскольку не было значительного форвардного валютного риска, и лишь незначительная часть долга была деноминирована в иностранной валюте. Тем не менее, спустя много месяцев после того, как разразился кризис, банковский сектор испытывает серьезные трудности в связи с отсутствием фондов. Существовавшее ранее доверие к коммерческим банкам, что нашло свое отражение в высоком уровне леевых депозитов хозяйств (71,3 миллиона в первой половине 1998 года), было резко утрачено в конце августа 1998 года после обвала банковского сектора России. Это событие вызвало у населения Молдовы серьезные опасения относительно обесценивания молдавского лея: было отмечено значительное сокращение леевых депозитов, снизившееся с 746,7 миллионов в январе 1998 года до 492,6 миллионов в январе 1999 года. И напротив, количество валютных депозитов за этот же период удвоилось, что означало, что значительная часть леевых сбережений была конвертирована в валютные депозиты: в период с августа по октябрь 1998 года более, чем 250 миллионов лей были изъяты из банков, в то время как 120 миллионов лей были конвертированы в иностранную валюту. Коэффициент долларизации депозитов, увеличившийся с 20 % в 1977 году до 44 % в конце 1998 года, демонстрирует падение доверия к национальной валюте. Однако, эта утрата доверия не сопровождалась аналогичным отношением к банковской системе в целом. Ввиду незначительного размера банковской системы Молдовы, изъятие депозитов, вызвавшее сокращение имевшейся в банках ликвидности, привело к определенным трудностям по обеспечению выплат по обязательствам, в особенности в национальной валюте.

График 27



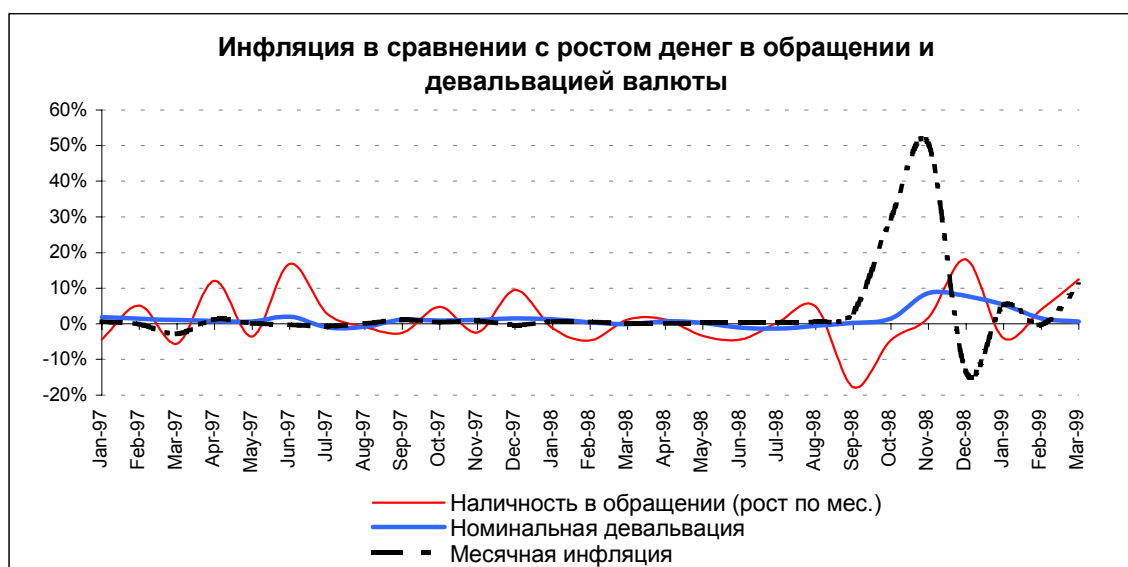
Источник: Национальный банк Молдовы

2.1.3 Инфляция

В 1998 году резко сократился по сравнению с предыдущим периодом уровень инфляции, демонстрируя на протяжении четырех месяцев дефляцию, что привело к тому,

что средний показатель уровня инфляции за период с января по октябрь снизился до 0,97 %. Дефляция носила сезонный характер (снижение цен на продовольственные продукты), однако имела и иное объяснение, связанное с денежной политикой. Объем наличности в обращении в 1998 году сократился примерно на 25 % вследствие массивного изъятия НБМ молдавских лей в обмен на твердую валюту. Однако, последующее обесценивание лея придало новый импульс инфляции. Значительная зависимость экономики Молдовы от импорта, а также высокий уровень долларизации из-за изменения валютного курса вызвали инфляционный эффект. Рост цен на импортируемые товары пропорционально изменению валютного курса, последовавший инфляционный импульс (замена импортных товаров отечественными, повышение себестоимости производства) вызвали повышение цен и на отечественные товары. Как отметил Рыбинский (1998), чем ниже уровень конкуренции на рынке, тем выше реагирование цен на обесценивание валюты, таким образом монополистическая структура молдавского рынка привела к незамедлительному реагированию цен. С другой стороны, ввиду ухудшившихся экспортных возможностей, местные предприниматели пытаются большую часть продукции реализовать на внутренних рынках, что оказало определенное давление на изменение цен. И наконец, обесценивание национальной валюты вызвало повышение тарифов на импортируемые газ и электричество. Следует отметить, что немаловажным компонентом инфляции 1998 года явился рост денежной массы, связанный с прямым кредитованием правительства со стороны НБМ в четвертом квартале 1998 года и в начале 1999 года.

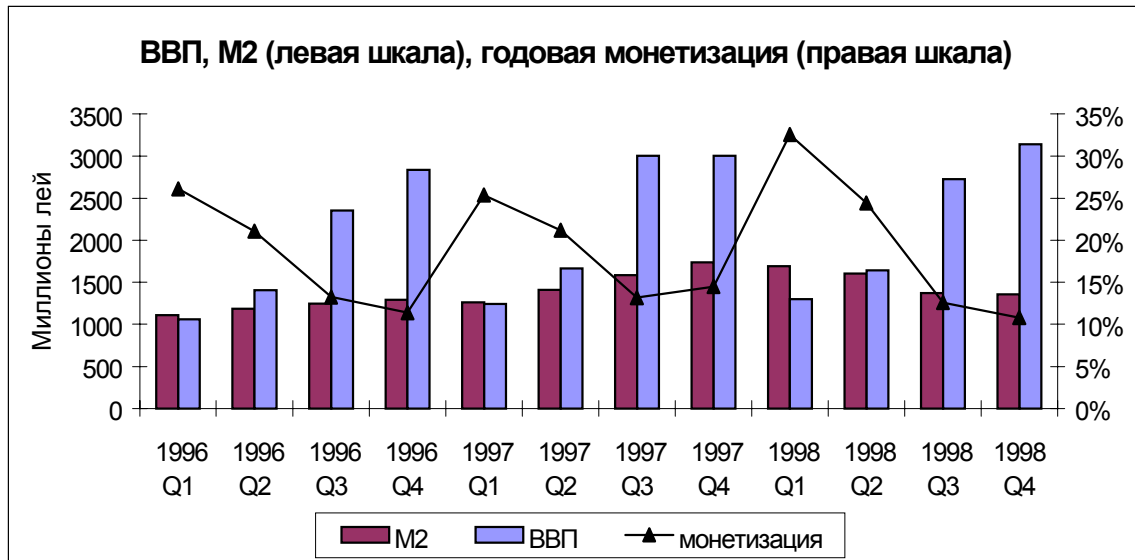
График 28



Источник: Национальный банк Молдовы

Снижающееся эмиссионное финансирование экономики (растущая скорость обращения денег) стала еще одной причиной инфляции. Падающий спрос на реальные денежные остатки явился очевидным результатом утраты доверия к национальной валюте. Влияние кризиса на уровень эмиссионного финансирования, однако, сложно измерить ввиду значительного воздействия сезонного фактора на денежный спрос в Молдове.

График 29

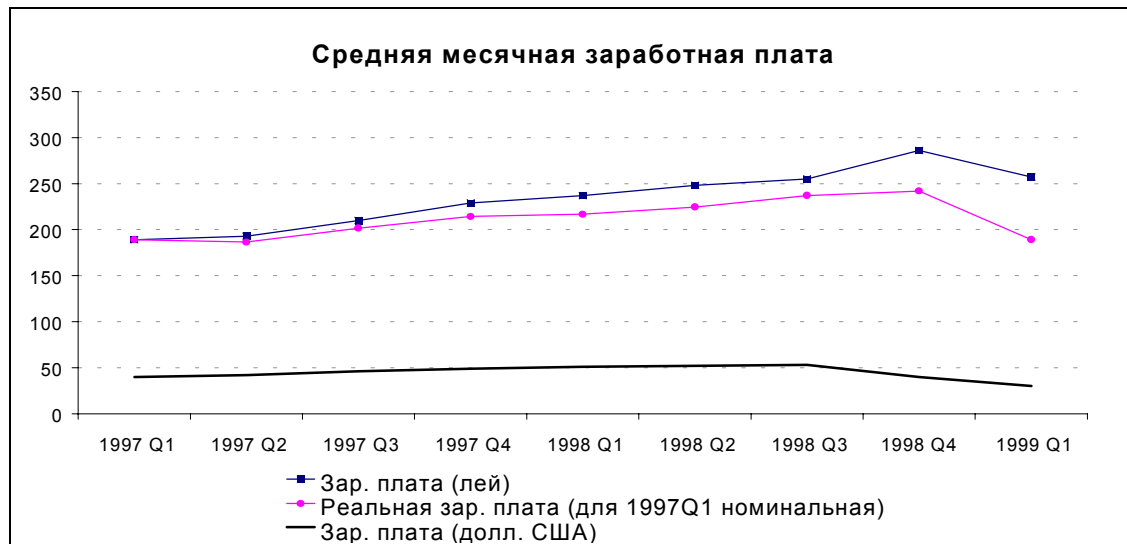


Источник: Национальный банк Молдовы

2.1.4 Зарботная плата

Реальная заработная плата рабочих в Молдове поначалу не подверглась отрицательному воздействию обесценивания национальной валюты. Наибольшая часть заработной платы, выплаченная в последнем квартале 1998 года (ввиду сезонного характера работ) более, чем компенсировала инфляционный эффект и дополнительно способствовала повышению цен. Зарботная плата, однако, снизилась, как в номинальном, так и в реальном выражении, в первые месяцы 1999 года, что значительно снизило покупательную способность населения. Зарботная плата, в долларовом выражении, снижалась с того самого момента, как разразился кризис. Снижение заработной платы существенно способствует снижению уровня инфляции и импорта в 1999 году.

График 30



Источник: МЕТ

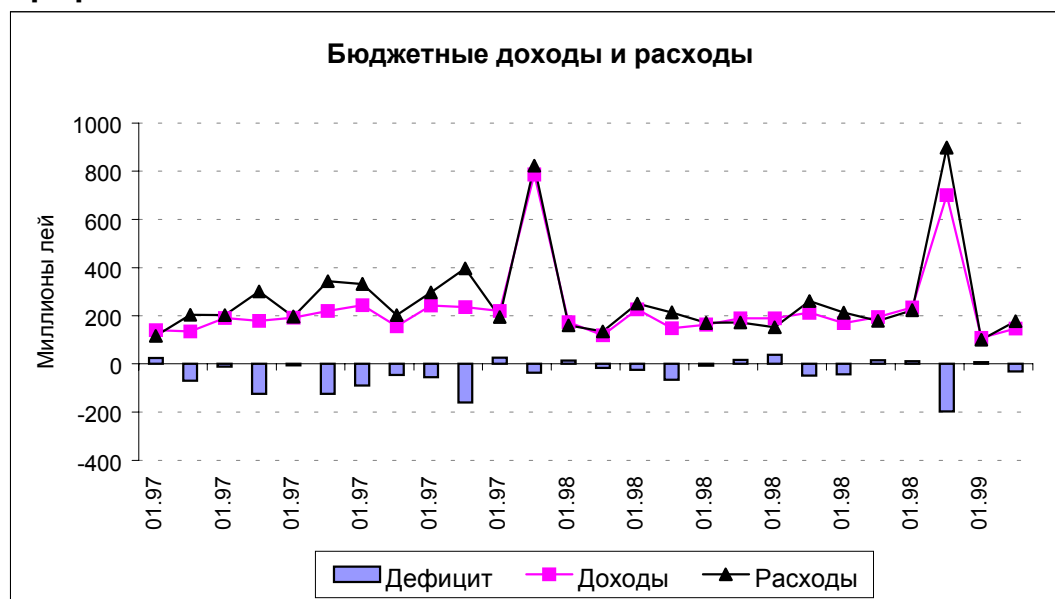
2.2 Последствия в области налогово-бюджетной политики

Хорошо известно, что существует тесная взаимосвязь между инфляцией и бюджетным дефицитом. Относительно глубокое несоответствие между денежной и налогово-бюджетной политикой, в случае Молдовы, приводит к существенному неравновесию в области государственных финансов.

2.2.1 Доходы и расходы

Первые девять месяцев 1998 года дали весьма неудовлетворительный уровень доходов в консолидированный бюджет: за этот период удалось получить лишь 54 % суммы, запланированной на весь год против 64,8 % в 1997 году. На конец ноября было получено менее 70 % запланированных доходов. Основная причина подобной ситуации заключается в общем спаде экономической деятельности, в особенности, в экспортном секторе. Ввиду того, что бюджет 1998 года был разработан с учетом предвыборного политического климата 1997 года, неотвратимым стало внесение поправок к нему. Неблагоприятная ситуация на международных финансовых рынках, предшествовавшая российскому кризису, сделала невозможным финансирование дефицита. В результате, правительство внесло в августе предложения о некоторых сокращениях расходов, наряду с замораживанием заработной платы в государственном секторе и отменой отдельных привилегий для пенсионеров. В то же время, были увеличены размеры акцизов и аннулированы некоторые налоговые льготы. Эти меры значительно сократили расходы; в течение первых девяти месяцев 1998 года было осуществлено лишь 52,4 % расходов, запланированных на год, по сравнению с 72,4 % в 1997 году (аналогичный период). Несмотря на особую приоритетность государственного долга и выплаты заработной платы, образовались внушительные задолженности: в октябре 1998 года, общая задолженность перед бюджетом достигла 950 миллионов (против 600 миллионов лей на начало года). Вследствие этого, необходимыми стали дополнительные поправки к бюджету, которые и были внесены в ноябре.

График 31



Источник: МЕТ

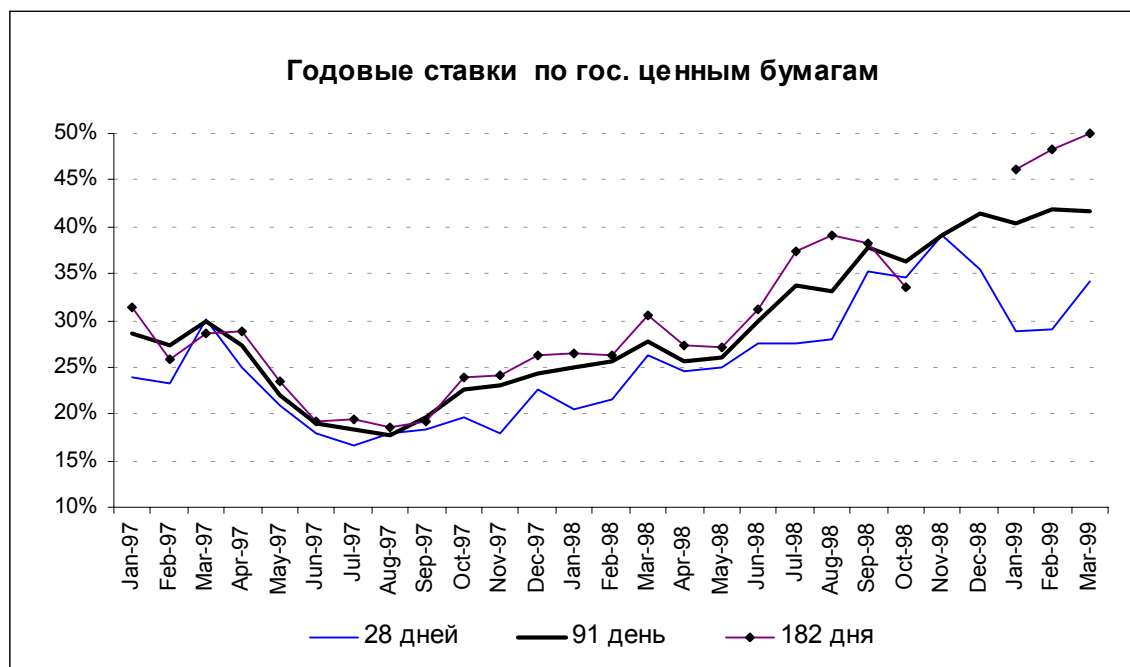
2.2.2. Рынок казначейских обязательств

Рынок казначейских обязательств начал функционировать во второй половине 1995 года. Изначально высокие процентные ставки постоянно снижались, а инфляция снизилась до уровня, колеблющегося в районе 10 %. В период с 1995 по 1997 годы жесткая денежная политика НБМ и обязательства по стабилизации валютного курса способствовали

укреплению доверия как со стороны местных, так и со стороны иностранных инвесторов. Ставки по казначейским обязательствам снижались по мере удлинения срока долга: в 1996 году были выпущены 182-дневные казначейские обязательства, а в 1997 году – 273-дневные казначейские ценные бумаги. Более того, кривая доходности в форме горба демонстрирует, что инвесторы прогнозировали медленное обесценивание (успешная дезинфляция) валюты в более отдаленной перспективе. Средние рыночные ставки в период с 1995 по 1997 год снизились наполовину, что привело к снижению зависимости бюджета от прямого кредитования со стороны центрального банка. Объем продаж казначейских обязательств удвоился как в 1996, так и в 1997 году.

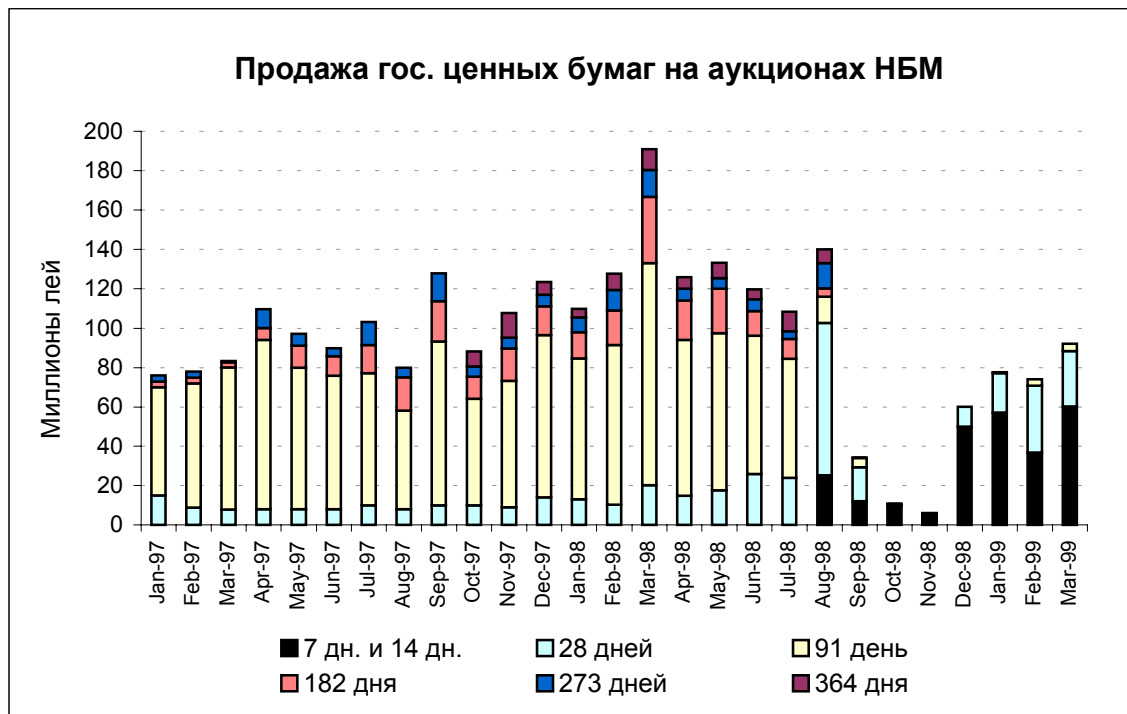
К сожалению, эти изменения произошли лишь в результате более широкого участия на рынке иностранных инвесторов, а не в результате роста внутренних источников финансирования. Более того, хотя процентные ставки по государственным ценным бумагам постепенно снижались, они продолжали оставаться достаточно высокими, чтобы коммерческие банки могли получать более легкие и гарантированные прибыли, вместо того, чтобы осуществлять кредитование экономики. Объем ценных бумаг, выпускаемых государством, непрерывно увеличивался вплоть до 1998 года, когда поступлений от вновь выпущенных векселей и облигаций, стало недостаточно для покрытия сумм, необходимых для выкупа ранее выпущенных ценных бумаг. Неблагоприятное изменение процентных ставок началось в конце 1997 года и частично явилось результатом изменения отношения инвесторов вследствие азиатского кризиса, а частично – результатом растущих сомнений в состоятельности экономической политики, проводимой руководством Молдовы. Ставка процента резко увеличилась в июне, когда возрос спрос на долгосрочные ценные бумаги. Из того, что в июне экономика испытывала обычную для этого времени сезонную дефляцию, следует, что увеличение в реальных терминах было даже более важным и стало взрывоопасным, когда разразился российский кризис.

График 32



Источник: MET

График 33



Источник: MET

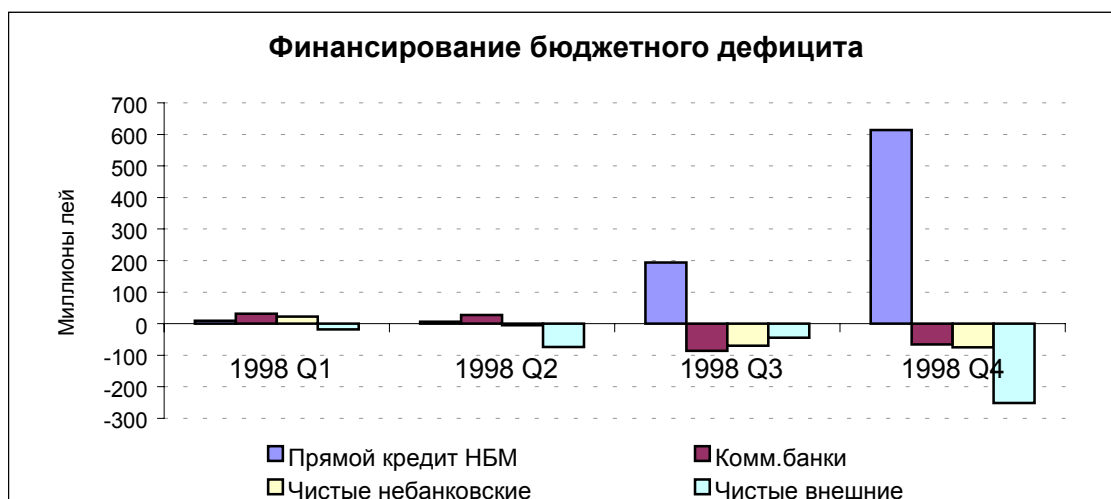
Кризис вызвал спад спроса на государственные ценные бумаги. Иностранные инвесторы покинули рынок, несмотря на исключительно привлекательную стоимость предлагаемых государством ценных бумаг. Традиционно, из общего числа всех выпущенных казначейских обязательств, 35 % приобретались иностранцами, 5 % - местными предприятиями, а оставшиеся 60 % - местными коммерческими банками. Поскольку суверенный рейтинг Молдовы был понижен со «стабильного» до «отрицательного», финансирование бюджета за счет внешних источников стало невозможным.

Доходы от казначейских обязательств стали конвертироваться в доллары США (в том числе и местными банками), что привело к сокращению объемов казначейских обязательств с 315,4 миллионов лей до 280,2 миллионов лей. Низкий спрос на казначейские обязательства вызвал серьезные трудности с продлением сроков непогашенного долга. Спрос на долгосрочные бумаги отсутствовал, а ставка процента по более краткосрочным бумагам резко увеличилась. В сентябре было приобретено лишь 25 % казначейских обязательств, предложенных к продаже. В последующие месяцы ситуация еще более ухудшилась: рынок казначейских обязательств был не в состоянии обеспечить средства не только для покрытия дефицита бюджета, но даже для продления срока по уже выпущенным казначейским бумагам. С целью смягчения последствий кризиса доверия, государство перешло к выпуску казначейских обязательств, со сроком погашения в 7 и, соответственно, 14 дней. Новые инструменты стали привлекательными для некоторых покупателей, однако правительство было вынуждено заменить подобные краткосрочные казначейские обязательства на трехмесячные. Впервые после 1995 года правительство было не в состоянии обеспечить выкуп всех казначейских обязательств и, следовательно, не в состоянии профинансировать свои непогашенные обязательства. Страна стояла на грани дефолта, новые займы из-за рубежа были невозможны.

В этой ситуации НБМ был вынужден осуществить прямое кредитование Министерства финансов, что произвело совершенно очевидное воздействие на денежные агрегаты. Для

нейтрализации этого отрицательного эффекта НБМ увеличил требования по обязательным резервам до 25 %. Коммерческие банки были также вынуждены хранить часть своих резервов в виде казначейских обязательств, что оказало поддержку рынку казначейских обязательств. С начала 1999 года наблюдается медленное восстановление спроса на краткосрочные казначейские обязательства.

График 34

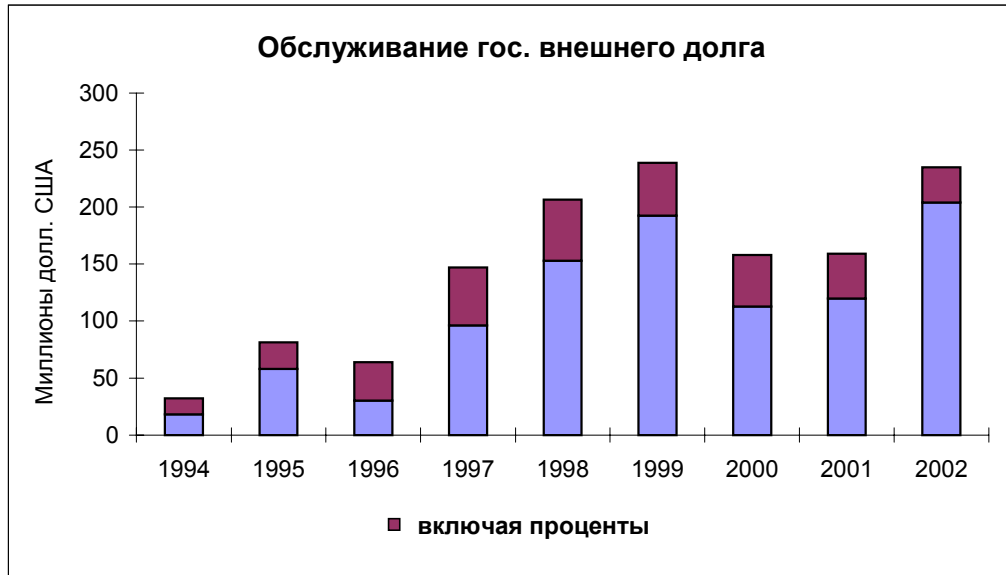


Источник: Министерство Финансов

2.2.3. Обслуживание внешнего долга

Девальвация означает усиление бремени в отношении долларовых долгов. Подобная долговая ловушка привела ряд латиноамериканских стран к «потерянному десятилетию» экономической стагнации. Точно так же, такой внушительный внешний долг стал причиной российского кризиса. Что касается Молдовы, где девальвация эквивалентна пропорциональному росту задолженности, для осуществления правительством всех платежей по проценту и амортизации, требуются, в основном, внутренние источники финансирования. Это связано с тем, что налоговые поступления деноминированы в леях и, следовательно, не подвержены изменению в результате девальвации. Массированный отток иностранных инвесторов с рынка государственных ценных бумаг (что делает невозможным продление сроков погашения обязательств), наряду с необходимостью осуществлять долларовые платежи, приводит к ситуации, недалекой от международного дефолта. На 1 января 1999 года сумма внешнего долга составила 1,3 миллиарда долларов США, что составляет почти 80 % ВВП страны. Доля обслуживания долга в экспорте увеличилась с 17 % в 1997 году до почти 30 % в 1998 году и, похоже, в 1999 году останется на том же уровне. Практически, Молдова не в состоянии обеспечить обслуживание своего внешнего долга без внушительной поддержки со стороны международных организаций.

График 35



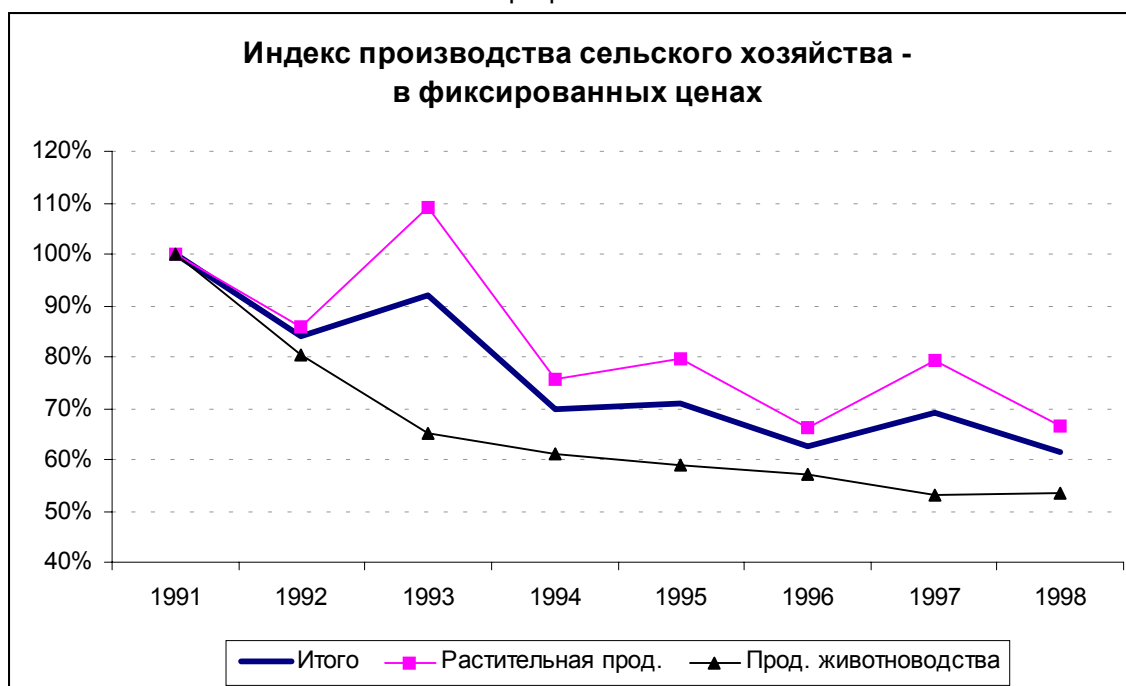
Источник: оценки CISR (1999)

2.3 Последствия для реального сектора

В соответствии с официальным прогнозом, 1998 год должен был стать вторым годом экономического подъема в Молдове, с увеличением реального ВВП более, чем на 3 %. Однако, с начала 1998 года в экономике начинают проявляться негативные тенденции. Неурожай в сельском хозяйстве, наряду с кризисом, поразившим экономику во второй половине года, привели к сокращению в 1998 году реального ВВП на 8,6 %.

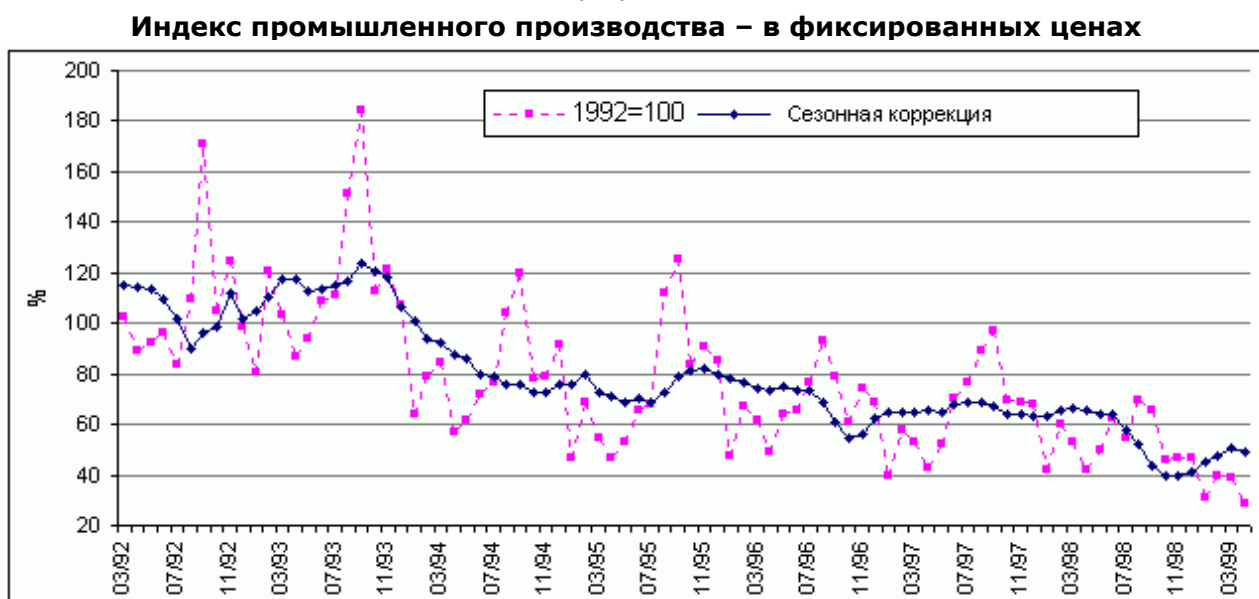
Если в первые восемь месяцев 1998 года промышленное производство снизилось на 2%, по сравнению с аналогичным периодом 1997 года, то в сентябре падение производства достигло 32,5 %. Это падение было определено резким спадом российского спроса на продукцию Молдовы. В сущности, все промышленные отрасли были разрушены, включая лидирующий агро-промышленный комплекс, перспективы которого на будущее весьма неблагоприятны. Ввиду того, что в среднесрочной перспективе маловероятно восстановление экспорта в Россию до уровня 1997 года, этот сектор будет не в состоянии стимулировать экономику в ближайшие годы. С другой стороны, переориентация экспорта на западные рынки потребует определенного времени. Такие же временные ограничения касаются и улучшения качества экспортируемых товаров и выработки и принятия соответствующей стратегии в области маркетинга.

График 36



Источник: МЕТ

График 37



Источник: МЕТ

Однако, последствия финансовой нестабильности для реальной экономики будут не такими значительными, хотя высокие процентные ставки мешают банкам проводить кредитование частного сектора и не способствуют осуществлению фиксированных инвестиций. Валютный и банковский кризисы означали, в среднем, общие потери 14 % ВВП в 26 случаях кризисов в странах с экономиками переходного периода в период с 1975 по 1997 годы (МВФ 1998а). Что касается Молдовы, подобные последствия будут ограничены ввиду менее существенной роли банковских кредитов и низкого соотношения собственного и заемного капитала частного промышленного сектора. Более того, огромная доля операций проводится на некассовой базе. Однако, если замедлится развитие

финансовых рынков, неэффективность обеспечения фондами, необходимыми для целей реструктуризации, может помешать росту экономики в долгосрочном плане.

3. Стимулы для дальнейшего проведения реформ

Может показаться странным, но российский кризис оказал и некоторое положительное влияние на экономические реформы в Молдове. Данный кризис может вынудить руководство задуматься над необходимостью решения фундаментальных для страны проблем, в особенности, связанных с отсутствием структурных реформ. В критической ситуации население скорее примет болезненные меры, необходимые для преодоления и поворота в обратном направлении отрицательных тенденций, накопившихся за последние годы. Тот факт, что государство не в состоянии предоставить элементарные услуги является веской причиной для проведения радикальных реформ; население может и в самом деле поверить, что у правительства нет иного выхода, кроме как незамедлительно изменить существующую ситуацию. Огромный внешний долг ставит страну в полную зависимость от сотрудничества с международными организациями, в особенности с МВФ. Следует также отметить, что развитие кризиса в Молдове было более схожим с развитием его в Украине, нежели в России. В частности, Молдова не объявила дефолт, банковский сектор оставался относительно стабильным, а политические перемены не привносили дополнительной дестабилизации (Дабровский и др. 1999). Поэтому возможно, что пост-кризисное развитие в Молдове будет похоже на опыт Болгарии, где финансовый кризис 1997 года привел к пересмотру экономической политики в сторону ужесточения налогово-бюджетной политики. Ускорение структурных реформ позволило Болгарии восстановить темпы роста в 1998 году, в отличие от России, где налогово-бюджетная политика еще более расшатана, финансовая дисциплина ослаблена, а структурные реформы заброшены.

Поэтому можно сказать, что, в результате последнего кризиса, появилась краткосрочная возможность для ускорения реформ в Молдове, и имеются признаки того, что люди, ответственные за выработку политики, стали намного более ответственно подходить к проблемам бюджета. Кроме того, правительство приняло относительно более жесткий (однако, не вполне выполнимый) бюджет на 1999 года, подготовленный в соответствии с рекомендациями МВФ. Предусматриваются также существенные институциональные перемены. Были открыты таможенные посты на границе с Приднестровьем для предотвращения контрабанды. С 1 января 1999 года осуществлена унификация режимов НДС. В то же время, правительство Молдовы взяло на себя обязательства положить конец некассовым выплатам налогов. Новый кабинет молодых и либеральных реформаторов, избранный в марте 1999 года, приступил к осуществлению программы более энергичных мер, направленных на улучшение следующих областей политики:

- ограничение социальных привилегий и налоговых льгот;
- завершение в 1999 году реформы энергетического сектора с приватизацией распределительной сети;
- проведение денежной приватизации (включая Молдтелеком);
- упрощение процедур банкротства.

Несколько удивительно, однако кризис может также оказать положительное воздействие на прямые иностранные инвестиции в среднесрочной перспективе. Несмотря на то, что утрата доверия также способствовала ухудшению экономической ситуации, лишенный денежных средств бюджет и общий спад промышленного производства вынудил людей, занимающихся выработкой политики, ускорить процесс приватизации. В результате этого, государство стало назначать более разумные цены за предлагаемые к продаже предприятия, что привело к успешному завершению некоторых операций по приватизации. Ранее правительство препятствовало продаже государственного имущества, вследствие

чего лишь 20 % предприятий, запланированных к продаже, были приватизированы в 1997 и 1998 годах.

Точно так же, сокращение экспорта в Россию вынудило предприятия Молдовы искать новые экспортные возможности. В то же время, девальвация национальной валюты стимулирует проникновение на рынки стран дальнего зарубежья. В самом деле, многие предприятия пытаются пробиться на нетрадиционные западные рынки, борясь за повышение своей конкурентоспособности и за свою нишу на этих рынках. Экономика Молдовы демонстрирует улучшение состояния торговли со странами остального мира и снижение роли экспорта в страны СНГ.

Таблица 16. Экспорт Молдовы в отдельные страны (в миллионах US\$)

	1 кв.1998	1 кв.1999	Изменения в %
Россия	104.6	32.2	-69%
Украина	12.6	7.2	-43%
Румыния	13.0	9.4	-28%
Страны остального мира Экономики ЦЕ	3.3	10.4	215%
Страны со стабильной экономикой	31.0	31.4	0%
Итого	176.0	100.6	-43%

Источник: Министерство экономики и реформ