

Studia i Analizy
Studies & Analyses

Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

CASE

Center for Social and Economic Research

Финансовый кризис в Молдове – Причины и последствия

192

Artur Radziwiłł, Octavian Șcerbațchi, Constantin Zaman

Warsaw, 1999

Оглавление

МОЛДОВА. СПРАВОЧНЫЕ ДАННЫЕ	3
I. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ РЕФОРМА (1993-1997 ГГ.)	7
1. ВВЕДЕНИЕ	7
2. СОЗДАНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ БАЗЫ	7
<i>Банковский сектор</i>	<i>7</i>
<i>Введение национальной валюты</i>	<i>8</i>
<i>Развитие коммерческой банковской системы</i>	<i>8</i>
3. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА	10
<i>Распределение кредитов</i>	<i>10</i>
<i>Процентные ставки</i>	<i>11</i>
<i>Государственные ценные бумаги.....</i>	<i>13</i>
<i>Первый якорь - контроль за денежной массой</i>	<i>14</i>
<i>Второй якорь - валютный курс.....</i>	<i>16</i>
<i>Валютный режим</i>	<i>18</i>
4. ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ КОММЕНТАРИИ.....	20
II. НЕУСТОЙЧИВАЯ НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА (1993-1997 ГГ.)	21
1. ВВЕДЕНИЕ: НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАБИЛИЗАЦИЯ	21
2. НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА И СТРУКТУРНЫЕ РЕФОРМЫ В МОЛДОВЕ.....	23
2.1 <i>Определяющие факторы налогово-бюджетной политики.....</i>	<i>23</i>
2.1.1 <i>Налоговые поступления: нефункционирующая налоговая система.....</i>	<i>24</i>
2.1.2 <i>Расходы: Инертность политики.....</i>	<i>27</i>
2.2 <i>Бюджетный дефицит в период с 1993 по 1998 г.</i>	<i>29</i>
2.3 <i>Дефицит бюджета и совокупный спрос</i>	<i>29</i>
3. ФИНАНСИРОВАНИЕ ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА.....	31
3.1 <i>Прямой кредит центрального банка: печатание денег.....</i>	<i>32</i>
3.2. <i>Внутреннее заимствование: Мелкие рынки</i>	<i>34</i>
3.3 <i>Внешние заимствования : Навстречу долговому кризису.....</i>	<i>36</i>
3.4 <i>Задолженности : Как долго может выдержать население</i>	<i>38</i>
4. ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА.....	39
5. ЗАКЛЮЧЕНИЯ И РЕКОМЕНДАЦИИ В ОБЛАСТИ ПОЛИТИКИ	40
5.1 <i>Долгосрочная политика</i>	<i>41</i>
5.2 <i>Налогово-бюджетная реформа</i>	<i>43</i>
III. КРИЗИС 1998 ГОДА: ПОСЛЕДСТВИЯ И РЕАГИРОВАНИЕ ПОЛИТИКИ.....	45
ВВЕДЕНИЕ	45
1. КАНАЛЫ РАСПРОСТРАНЕНИЯ КРИЗИСА: ДАВЛЕНИЕ НА ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	45
1.1 <i>Текущий платежный баланс</i>	<i>45</i>
1.2 <i>Баланс движения капиталов.....</i>	<i>47</i>
2. ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА И СООТВЕТСТВУЮЩИЕ ДИЛЕММЫ ПОЛИТИКИ.....	49
2.1 <i>Последствия в области денежной политики</i>	<i>49</i>
2.2 <i>Последствия в области налогово-бюджетной политики</i>	<i>55</i>
2.3 <i>Последствия для реального сектора</i>	<i>60</i>
3. СТИМУЛЫ ДЛЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО ПРОВЕДЕНИЯ РЕФОРМ	62

МОЛДОВА. СПРАВОЧНЫЕ ДАННЫЕ

Площадь: 33.700 км² (включая Приднестровье)

Продолжительность границ: 1.389 км (Румыния 450 км, Украина 939 км)

Ландшафт: холмистая степь с понижением ландшафта в южном направлении к Черному морю

Климат: умеренная зима, теплое лето

Население: 3,6 млн чел., 4,4 млн чел., включая Приднестровье (по состоянию на июль 1997 года)

Темпы роста населения: -0,02% (по состоянию на 1997 год)

Темпы естественного прироста населения: 0,19% (по состоянию на 1997 год)

Чистый коэффициент миграции: -0,21% (по состоянию на 1997 год)

Коэффициент детской смертности: 19,9 смертей на 1000 живорожденных (по состоянию на 1997 год)

Средняя продолжительность жизни при рождении: 66,7 лет

Доля городского населения: 46%

Процент грамотного взрослого населения: 96,4%

Реальный ВВП на душу населения (ППС): 2,122 долларов США (1996 год)

Этнические группы: молдаване/румыны 64,5%, украинцы 13,8%, русские 13%, гагаузы 3,5%

Языки: молдавский/румынский (государственный), русский, гагаузский (диалект турецкого)

(Источник: Republic of Moldova, National Human Development Report (1998), CIA's 1997 Factbook)

Молдова, государство, получившее независимость в 1991 году, было предпоследней по величине республикой бывшего Советского Союза. Территориальная целостность страны, граничащей с Украиной на севере, на востоке и на юге, и с Румынией на западе находится под угрозой из-за самопровозглашенного отделения Приднестровья, территории, заселенной русскоязычным населением. Долгосрочное урегулирование конфликта еще впереди.

В Молдове самая высокая плотность населения в СНГ, в то же время население наименее урбанизировано. Плодородные почвы и умеренный климат создают условия для сельскохозяйственного производства, составляющего, вместе с агропромышленностью, 50% ВВП. Продовольственные товары традиционно поставлялись на огромный рынок бывшего Советского Союза. Разрыв торговых связей, ухудшение условий торговли, наступившее после распада Советского Союза, имело резко негативные последствия для экономики Молдовы, и реальный ВВП упал на 66% в период с 1989 по 1997 год. Молдова по-прежнему полностью зависит от импорта энергетических ресурсов. Хотя последовательная политика Национального банка Молдовы, проводимая под руководством МВФ, позволила добиться хрупкой макроэкономической стабилизации до 1997 года, в области структурных реформ успехи были очень скромными.

Таблица 1. Молдова в процессе реформ

Страны	Доля частного сектора в ВВП, %, середина 1997 г. (предварительная оценка ЕБРР)	Предприятия			Рынки и торговля			Финансовые учреждения	
		Крупномасштабная приватизация	Мелкомасштабная приватизация	Управление ресурсами - туризм	Либерализация цен	Торговая валютная система	Конкурентная политика	Банковская реформа и либерализация процентных ставок	Рынки ценных бумаг и небанковские финансовые учреждения
Беларусь	20	1	2	1	3	1	2	1	2
Болгария	50	3	3	2+	3	4	2	3-	2
Латвия	60	3	4	3-	3	4	3-	3	2+
Молдова	45	3	3	2	3	4	2	2	2
Словения	50	3+	4+	3-	3	4+	2	3	3
Украина	50	3-	3+	2	3	3	2	2	2

Источник: ЕБРР, Промежуточный отчет, 1997 год

График 1

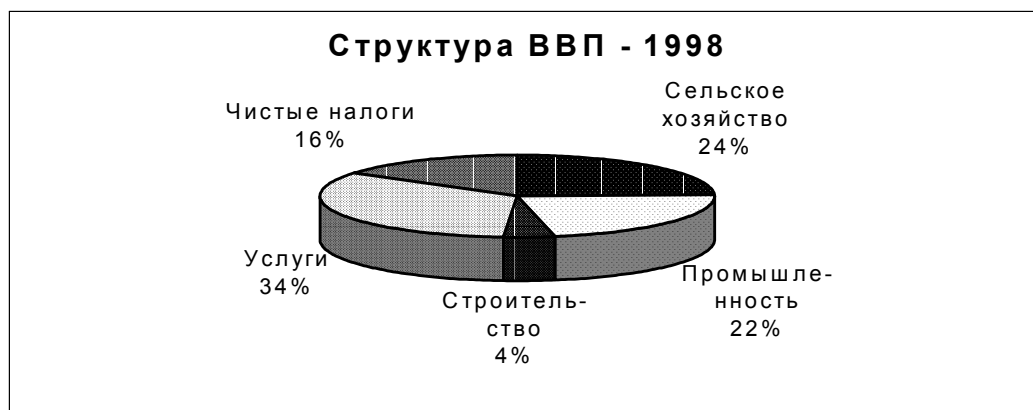


График 2

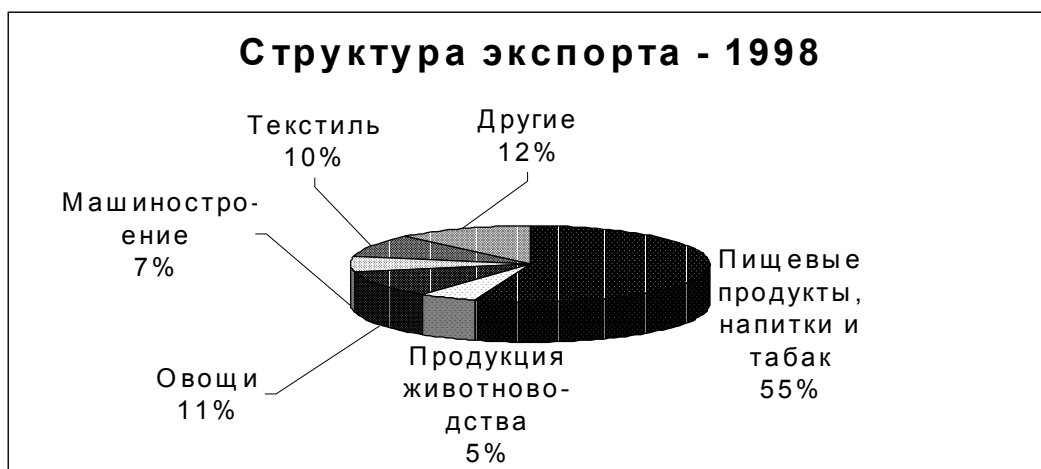


График 3

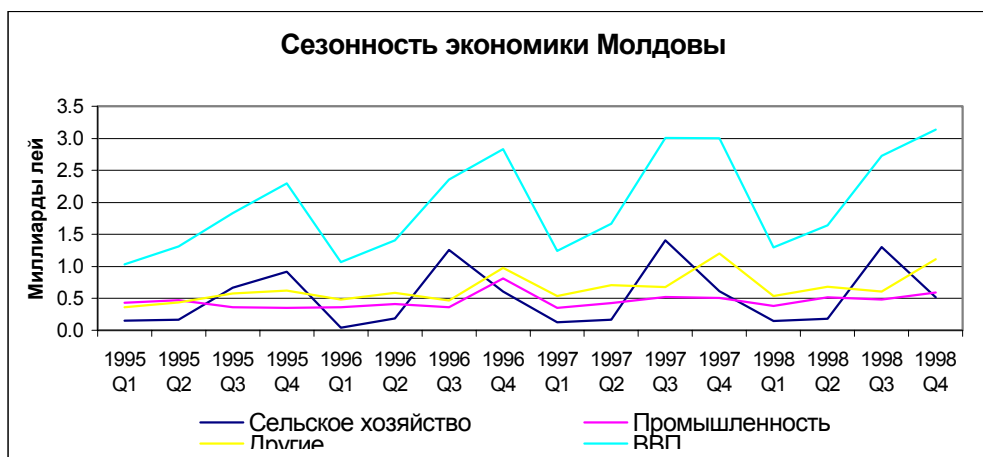
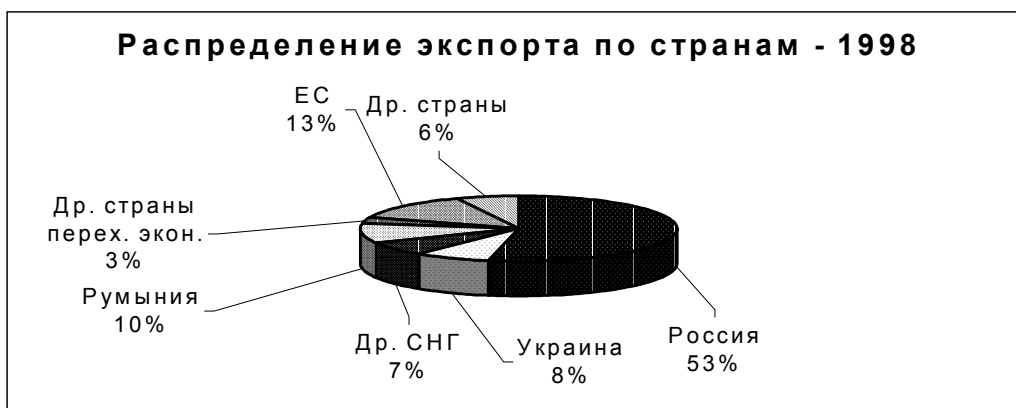


График 4



Источник: Министерство Экономики и Реформ

Таблица 2. Основные макроэкономические показатели

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Темпы роста реального ВВП	-1.2%	-	-1.4%	-7.8%	1.6%	-8.6%
		30.9%				
Номинальный ВВП (искл. Приднестровье), млн молд. лей	1821	4737	6480	7658	8917	8804
Номинальный ВВП, млн долларов США	1214	1164	1443	1665	1933	1630
ВВП на душу населения, млн долларов США	337	322	400	463	538	454
Экспорт (фоб), млн долларов США	395	618	739	822	851	644
Импорт (фоб), млн долларов США	530	672	794	1056	1235	1043
Торговый баланс, млн долларов США	-135	-54	-55	-234	-384	-399
Счет текущих операций, млн долларов США	-155	-97	-115	-195	-308	-332
доля в ВВП	-12.7%	-8.3%	-8.0%	-	-	-
				11.7%	15.9%	20.4%
Прямые иностранные инвестиции, млн долларов США	1	18	73	23	71	88
доля в ВВП	0%	1.5%	5.1%	1.4%	3.7%	5.4%
Накопленный внешний долг, млн долларов США	255	633	840	1068	1228	1300
доля в ВВП	21%	54.3%	58.2%	64.1%	63.6%	79.7%
			%			
Валовые резервы НБМ в иностранной валюте, млн долларов США	76	180	257	314	366	144
Резервы НБМ в месяцах импорта товаров и услуг	1.73	2.85	3.03	3.00	3.07	1.38
Внутренний долг, млн молд лей	105	270	477	737	940	1500
Равновесие бюджета как % ВВП	-7.5%	-5.9%	-6.7%	-7.6%	-7.8%	-3.6%
Годовая ставка инфляции (на закрытие периода)	2706.0%	104.6%	23.8%	15.1%	11.2%	18.3%
Обменный курс на конец года, лей/1 доллар США	3.64	4.27	4.50	4.65	4.66	8.32
Средний обменный курс, лей/1 доллар США	1.5	4.1	4.5	4.6	4.6	5.4

Источник: Расчеты CISR, основанные на данных Министерства экономики и реформ, Министерства финансов и Национального банка Молдовы

I. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ РЕФОРМА (1993-1997 ГГ.)

1. Введение

Молдова, как другие посткоммунистические государства, вступила в переходный процесс с высокой ставкой инфляции и резким спадом производства. После роста директивных цен в начале 1992 года резко возросли цены, что привело к гиперинфляции, составившей в 1992 году 1280%. В таких условиях не было начато настолько необходимое сокращение дефицита бюджета, а также реформы реального сектора. Кроме того, дефицит финансировался широкомасштабной денежной эмиссией и выделением централизованных льготных кредитов, что в конечном итоге привело к непродуктивному потреблению, так как кредиты зачастую поглощались нерентабельными государственными предприятиями, которые следовало либо реконструировать, либо подвергнуть процедуре банкротства.

У правительства не было необходимой решимости (и опыта) для проведения радикальных реформ, сочетающих переход к рыночной экономике и создание гиперинфляционной среды. В таких условиях страна нуждалась в стабильной денежно-кредитной системе и надежной банковской системе. Режим валютной стабилизации надо было создавать с нуля, поскольку в 1991 году, когда Молдова стала независимым государством, валютные и золотые резервы равнялись нулю и не было ни валютного рынка, ни даже центрального банка государства.

Как во всех остальных бывших союзных республиках, в Молдове в обращении находился советский рубль. Существовал республиканский центральный банк (филиал бывшего Госбанка СССР) плюс несколько государственных специализированных банков для накопления сбережений, обслуживания бюджета, финансирования сельского хозяйства и промышленности. Они получали финансирование от центрального банка для предоставления целевых кредитов. Потоки твердой валюты подлежали жесткому контролю, и обращение твердых валют было запрещено.

2. Создание институциональной базы

Банковский сектор

В июне 1991 года Парламент Молдовы принял «Закон о Национальном (государственном) банке Молдовы» и «Закон о банках и банковской деятельности», которые фактически заложили основу для банковской системы страны. Позднее, в июле 1995 года Парламент принял новые банковские законы: «Закон о Национальном банке Молдовы» и «Закон о финансовых учреждениях», разработанные НБМ в соответствии с международными стандартами. Эти законы служат юридической базой для двухуровневой банковской системы в Молдове: центральный банк - Национальный банк Молдовы (НБМ), и коммерческие банки. НБМ не зависит от правительства и подотчетен только Парламенту. Он является единственным органом денежной эмиссии в государстве, который разрабатывает и реализует денежно-кредитную, кредитную и валютную политику, устанавливает правовую базу для коммерческих банков и осуществляет надзор за их деятельностью.

Когда инфляция в соседних республиках превысила инфляцию в Молдове и некоторые из них начали эмитировать свою валюту, стало ясно, что во избежание полного хаоса и вторжения советских рублей со всей рублевой зоны, внутренний рынок должен быть как-то защищен. Поэтому в июне 1992 года НБМ выпустил в обращение молдавские купоны,

эквивалентные рублям советского типа, которые находились в обращении параллельно. По истечении одного года купоны составили 80% кассовых средств в обращении. В начале августа 1993 года НБМ начал независимую еженедельную котировку молдавского рубля относительно основных валют, включая другие рубли территории бывшего Советского Союза, используя кросс-курс по отношению к российскому рублю. Это очень способствовало сокращению черного валютного рынка. В период с января по ноябрь 1993 года обменный курс молдавского купона к доллару США упал более, чем в девять раз. НБМ поддерживал такую политику обесценивания из-за отрицательного сальдо торгового баланса между Молдовой и Россией и импорта инфляции из рублевой зоны.

В октябре 1993 года семью коммерческими банками была учреждена Молдавская Межбанковская Валютная Биржа как закрытое акционерное общество. НБМ выполнял только функцию надзора. На этой Бирже проводились еженедельные торговые аукционы, и обменный курс устанавливался на основе равновесия между спросом и предложением и автоматически становился официальным курсом НБМ на следующий день. В течение первых нескольких недель деятельности Биржи НБМ был единственным продавцом твердой валюты на рынке, но впоследствии ситуация стала более сбалансированной.

Введение национальной валюты

Молдова ввела национальную валюту, молдавский лей, 29 ноября 1993 года. По установленному курсу 1 лей обменивался на 1000 молдавских рублей или купонов. Первоначальный обменный курс был установлен на уровне 3,85 лея за 1 доллар США. Был установлен режим плавающего обменного курса, или, точнее, регулируемый режим плавающего обменного курса, поскольку в стране не было золотых или существенных валютных резервов, поэтому режим фиксированного обменного курса или режим привязанного курса в большей степени подвергал бы экономику потрясениям.

Программа финансовой стабилизации и структурных реформ, принятая вместе с введением лея, была поддержана МВФ посредством резервных соглашений (на самом деле, если бы не была предоставлена финансовая помощь МВФ, Молдова не смогла бы ввести национальную валюту, учитывая сложившиеся обстоятельства). Программа МВФ, продолжавшаяся до марта 1995 года, должна была обеспечить стабильность лея путем принятия жесткой финансовой политики. Эта программа также должна была способствовать экономической реструктуризации путем либерализации внутренней и международной торговли и систем платежей и введения ключевых структурных реформ. Помимо помощи МВФ программа была поддержана другими двусторонними и многосторонними донорами, включая Всемирный банк.

Таким образом, долгосрочная финансовая помощь, полученная от МВФ и Всемирного банка в период с 1993 по 1997 год, была особенно важна для Молдовы. В общей сложности на поддержку платежного баланса, национальной валюты и структурной перестройки МВФ выделил 242 млн долларов США посредством механизмов ССФФ, СТФ, механизма резервного финансирования и механизма ЕФФ. Всемирный банк предоставил 265 млн долларов США на финансирование крайне необходимого импорта, продвижения экспорта, финансирование дефицита бюджета, развитие частного сектора и структурную перестройку. Молдова также получала существенные ссуды от стран-доноров, Европейского сообщества и частных банков.

Развитие коммерческой банковской системы

В конце 1991 года в Молдове действовало пятнадцать коммерческих банков, к концу 1993 года их число достигло 22. С тех пор это число не менялось значительно. По состоянию на апрель 1999 года из 23 существующих коммерческих банков 5 возникли в

результате реорганизации бывших специализированных государственных банков, а 18 банков, в том числе филиалы некоторых иностранных банков, были вновь учрежденными.

НБМ выдает коммерческим банкам три типа лицензий, устанавливающих различные требования к капиталу и предоставляющих различные операционные возможности:

- лицензия класса А позволяет выполнять основные банковские операции, а также обналичивать операции в иностранной валюте на внутреннем рынке (требование о минимальном размере капитала установлено, начиная с 1 июля 1999 года, в размере 12 миллионов лей);

- лицензия класса В, помимо вышеуказанных операций, позволяет банкам выполнять международные банковские операции (требование о капитале установлено в размере двойного минимального капитала);

- лицензия класса С позволяет банкам выполнять все виды внутренних и международных банковских операций, в том числе заниматься операциями с иностранной валютой и инвестиционной деятельностью (требование о капитале установлено в размере тройного минимального капитала).

С целью регулирования банковской деятельности и обеспечения стабильного финансового положения банков, а также для защиты банковских кредиторов и вкладчиков, начиная с 1992 года НБМ ввел экономические нормативы для всех банков, впоследствии пересмотренные в марте 1995 года, которые устанавливают стандарты для банковской системы Молдовы, соответствующие базельским нормативам. К самым важным стандартам относятся следующие: требование о достаточности собственного капитала - увеличено с 4% в 1996 году до 6% в 1997 году и будет постепенно увеличиваться до 12% в 2000 году; классификация портфеля займов коммерческих банков и обязательные отчисления в фонд риска на покрытие убытков в случае непогашения предоставленных ссуд; наблюдение за «крупными» ссудами, то есть, ссудами в размере более 10% всего капитала; ежедневное наблюдение за ликвидностью в банковской системе, которая в конечном итоге зависит от НБМ как последнего кредитора в критической ситуации; ограничение ссуд, предоставляемых аффилированным лицам, а также ссуд, выдаваемых одному клиенту.

В мае 1996 года банковская система перешла к электронной системе расчетов, которая в настоящее время охватывает основную долю текущих операций. Помимо других существенных операционных преимуществ для коммерческих банков и их клиентов, эта система позволяет НБМ осуществлять более эффективное наблюдение за ликвидностью банков и их финансовым положением. Более половины коммерческих банков стали членами СВИФТ, а самые передовые связаны с Рейтер Дилинг. Некоторые банки выпустили карту ВИЗА и другие виды карт. В мае 1997 года «Викториабанк» стал членом ВИЗА Интернешнл, и посредством его центра по обработке все карты ВИЗА в настоящее время обслуживаются в Молдове. Однако до сих пор это инструмент не получил широкого распространения в Молдове.

В то же время коммерческая банковская система столкнулась с рядом трудностей, таких как: нехватка квалифицированного персонала с опытом работы с современными банковскими операциями и способными работать с международными контрагентами, отсутствие опыта у местных банкиров, а также слабая техническая и материальная база. Большинство банков делают серьезные попытки преодолеть эти ограничения. Конечно, соответствующее обучение достаточного числа кадров - это длительный процесс. Больше всего от такого дефицита страдают такие области, как выделение кредитов, контроль над ссудами и юридическое урегулирование вопросов, связанных с возвратом долгов.

Западные банкиры не хотят инвестировать свой капитал в Молдову, и это подтверждает существование основных факторов, по причине которых они обходят нашу страну. К ним относятся, помимо правовых вопросов, маленький размер рынка капитала страны и низкий уровень развития его производительного сектора - это причины, препятствующие принятию инвестиционных решений иностранцами.

В целом, ситуация в банковской системе Молдовы на протяжении 1993-1997 годов была стабильной и не пострадала от таких крупных потрясений, которые произошли в Румынии, России, Латвии или других европейских странах с переходной экономикой. Однако с финансовой точки зрения банковская система не может считаться сильной из-за дефицита средств, и это заставляет делать сильный акцент на необходимости консервативного подхода к банковской деятельности на рынке, а также необходимости принятия компетентных и ответственных решений. В противном случае банки рискуют обанкротиться, как это уже случилось с несколькими коммерческими банками Молдовы. Как в большинстве случаев банкротств в промышленно развитых странах, в странах с переходной экономикой, в том числе, в Молдове, основной причиной этого феномена является неправильное управление банками, а также мошенничество и злоупотребления в личных интересах, что порождает неоправданную концентрацию риска в отдельных отраслях или экономических субъектах, при том, что руководство банков допускает кредитование неплатежеспособных клиентов.

3. Денежно-кредитная политика

Распределение кредитов

До 1993 года центральный банк предоставлял целевые и централизованные займы в размерах, запрашиваемых государством. Начиная с августа 1993 года, когда состоялся первый аукцион по рефинансированию, и до середины июня 1998 года основным способом распределения кредитов были кредитные аукционы, проводимые в НБМ. В утвержденных рекомендациях политики на 1994 год было установлено, что 80% кредитов центрального банка (и в 1995 году - 90%) должны проходить через кредитные аукционы. Эти условия были выполнены, хотя немногие верили в 1992 году, что экономика может функционировать без льготных ссуд. Рыночный метод предоставления ссуд банкам на аукционах оказался намного более эффективным. Ставка рефинансирования равнялась ставке процента, устанавливаемой на аукционах в соответствии с предложением и спросом.

В 1994 году льготные кредиты НБМ (прямые ссуды с низкой ставкой процента, предоставляемые некоторым экономическим агентам, главным образом, государственным предприятиям) были поэтапно упразднены. Однако само государство по-прежнему предоставляло государственные гарантии по ссудам коммерческих банков некоторым экономическим агентам. С началом выпуска государственных казначейских векселей в 1995 году прямые кредиты НБМ для финансирования государственного бюджета предоставлялись НБМ под гарантию государственных казначейских векселей. Однако до сих пор график обслуживания этих ссуд государством постоянно переоформлялся.

Ставка рефинансирования, устанавливаемая на кредитных аукционах, была основной стандартной ставкой НБМ. Однако начиная с августа 1997 года было начато применение нового инструмента - ломбардного механизма. Процентная ставка по ломбардному кредиту определялась на уровне ставки процента по 28-дневным государственным ценным бумагам плюс постоянная маржа (5% или выше). Ломбардный механизм предоставлялся до уровня максимального лимита, установленного для каждого банка, который может составлять 3% общей суммы нормативного капитала или 8% привлеченных ресурсов (депозитов). Активами, которые могут покупаться и продаваться в рамках ломбардного механизма, являются дематериализованные казначейские ценные бумаги, выпущенные Министерством финансов на внутреннем рынке и деноминированные в национальной валюте.

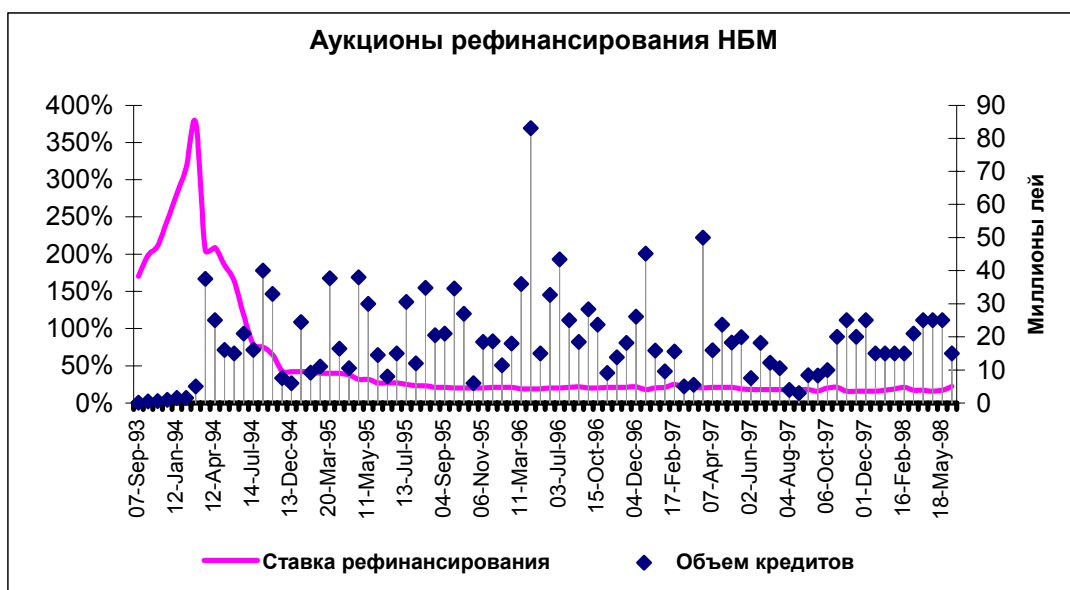
В сентябре 1997 года НБМ утвердил положения об операциях открытого рынка - операциях РЕПО, то есть, продаже государственных ценных бумаг с последующим выкупом

на установленную дату по установленной цене. Коммерческие банки выступают первичными дилерами в этих операциях. Операции открытого рынка проводятся на аукционах, проводимых НБМ.

Процентные ставки

Годовая ставка рефинансирования, устанавливаемая на кредитных аукционах, существенно возросла в конце 1993 года, достигнув максимальной величины 377% в феврале 1994 года. Затем, после спада инфляции, ставка, определяемая путем аукциона, начала падать. Падение инфляции оказало положительное воздействие на ставку рефинансирования НБМ, которая стала положительной в реальном выражении, начиная с января 1994 года. Реальная ставка рефинансирования существенно возросла в 1994 году и достигла пика в середине 1994 года, что стало первым симптомом задыхающейся экономики и заставило НБМ начать снижать процентные ставки.

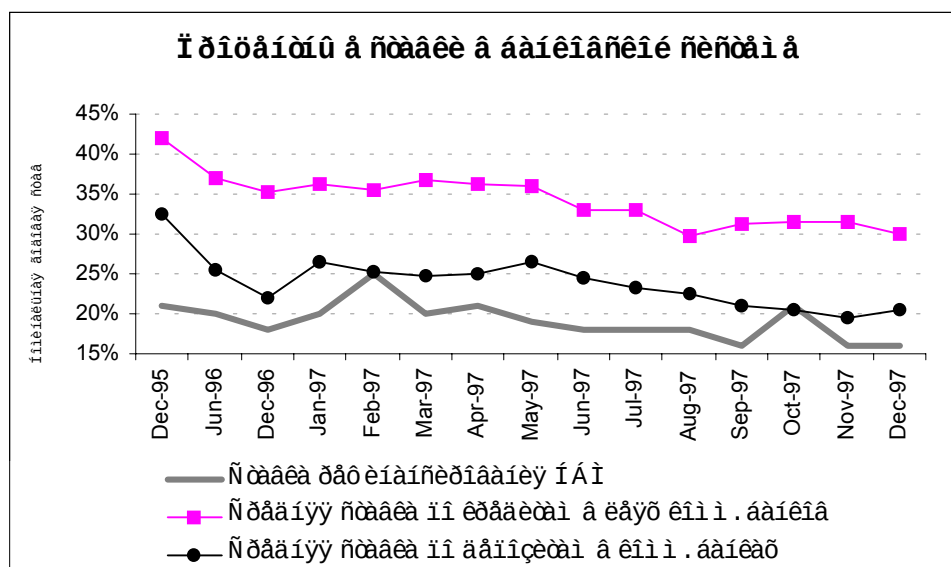
График 5



Источник: Национальный банк Молдовы

К концу 1997 года ставка рефинансирования достигла низшего предела 16%. С другой стороны, средняя ставка процента в банковской системе на протяжении 1997 года постоянно снижалась. Движение ставок процента показывает, что увеличивалась разница между ставками по депозитам и ссудам, указывая на отсутствие реальной конкуренции между банками, а также на тот факт, что некоторые банки пытались увеличить прибыль, предоставляя рискованные ссуды.

График 6



Источник: Национальный банк Молдовы

Реальные ставки процента в банковской системе всегда оставались достаточно высокими в связи с тем, что высокие потребности государства в заемных средствах в сочетании с низким предложением внутренних сбережений приводили к высокому проценту, уравнивающему финансовый рынок. В то же время, международные сбережения можно было привлечь только ставкой процента, включающей высокую премию за риск (в связи с тем, что Молдова отнесена к категории стран высокого риска), поэтому внутренняя ставка реального процента была выше мирового уровня. Высокие ставки процента по казначейским векселям поднимали альтернативные издержки кредитования, вытесняя таким образом кредитные инвестиции в частный сектор и создавая ситуацию, в которой портфель основной доли банков состоял главным образом из прибыльных и относительно нерискованных государственных ценных бумаг. С другой стороны, высокий системный риск, вызванный недостатками судебной системы и законодательной базы (например, отсутствие законодательной базы для залогового обеспечения земли и ипотечного кредитования) еще более уменьшали заинтересованность в поиске возможностей прибыльного кредитования. В результате, отсутствие серьезной конкуренции между банками, а также низкий уровень их капитализации, означали, что частные кредиторы должны были нести дополнительные расходы по кредитованию, будучи, в то же время, лишены права брать займы в иностранных банках из-за ограничения счета движения капиталов, установленного центральным банком.

Анализируя кредитную деятельность банков, следует подчеркнуть, что существует проблема наличия и стоимости кредитов, отчасти вызванная недостаточным развитием и ограниченной конкуренцией в коммерческом банковском секторе, которая по-прежнему удерживает реальную стоимость кредитования на достаточно высоком уровне. Вообще говоря, малая доля долгосрочных кредитов в портфеле банков - это типичная проблема стран с переходной экономикой. Одной из основных функций банка является эффективное использование кредитных ресурсов. С другой стороны, основная цель банков - максимизация прибыли, но в то же время банки должны быть очень осторожными, особенно в таких условиях. Из-за высокого риска (экономическая нестабильность и несовершенство механизмов залогового обеспечения) коммерческие банки отказываются делать долгосрочные инвестиции в национальную экономику (которые действительно могут обеспечить экономический рост). А, с другой стороны, они, очевидно, не могут

предоставлять долгосрочные кредиты, располагая преимущественно краткосрочной базой депозитов.

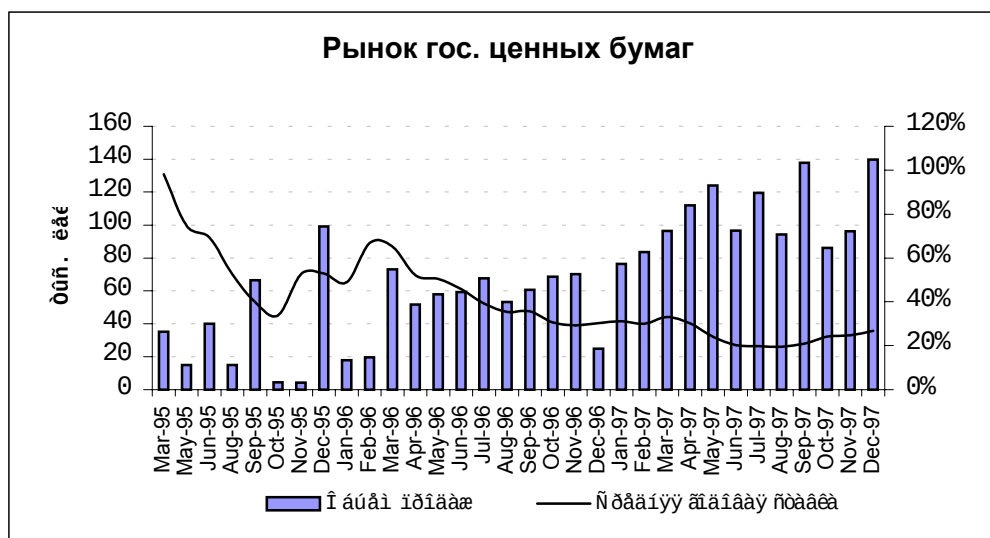
В то же время одной из основных причин недостаточного кредитования производственного сектора является не только острая нехватка финансовых ресурсов, но и отсутствие эффективных инвестиционных проектов и малое число платежеспособных экономических агентов, которые могли бы эффективно использовать кредиты и своевременно возвращать их.

Государственные ценные бумаги

Начиная с 1995 года бюджетный дефицит покрывается главным образом эмиссией государственных ценных бумаг (казначейских векселей и облигаций), а не прямым кредитованием центрального банка. Таким образом, необходимые бюджетные средства привлекаются на финансовом рынке без дополнительной денежной эмиссии НБМ. Объем казначейских векселей, выпускаемых ежегодно, прогнозируется в Законе о бюджете, утверждаемом парламентом. НБМ является фискальным агентом государства, который выпускает государственные ценные бумаги в обращение, организовывая аукционы и ведя прямые переговоры с коммерческими банками, которые выступают в качестве дилеров на первичном рынке. Иностранные инвесторы могут участвовать в аукционах без каких-либо ограничений.

14 марта 1995 года НБМ организовал первый аукцион по продаже казначейских векселей (3-месячных), в котором банки выступали как покупатели. Начиная с августа 1995 года аукционы стали проводиться один раз в две недели в соответствии с публикуемым предварительно графиком. Первоначально предложение государственных казначейских векселей превышало спрос, главным образом в силу того факта, что Министерство финансов пыталось продать большие объемы ценных бумаг, в то время, как такие векселя еще были неизвестны на финансовом рынке.

График 7



Источник: МЕТ

Объем эмиссий государственных ценных бумаг постоянно и быстро возрастал до 1998 года, когда государство поняло, что нельзя больше строить эту «пирамиду», поскольку дефицит бюджета сокращен не был, и, более того, поступления от вновь эмитированных векселей и облигаций даже не покрывали сумм, необходимых для погашения ценных бумаг. В 1995-1997 годах ставки процента по государственным ценным бумагам постепенно

понижались в результате снижения инфляции, но зачастую они были достаточно высоки (также в сравнении со ставками по депозитам), чтобы позволить коммерческим банкам использовать имеющиеся средства для покупки казначейских векселей и получения легкой и гарантированной прибыли, вместо кредитования экономики.

Первый якорь - контроль за денежной массой

С введением молдавского лея была реализована жесткая денежно-кредитная политика, которая оказалась одной из самых успешных (вместе с политикой, проводимой в одном из балтийских государств) в странах бывшего Советского Союза. Использовались следующие денежно-кредитные инструменты: обязательные резервы, аукционы по рефинансированию, вмешательство в валютный рынок и операции открытого рынка с ценными бумагами. Последний, определенно, самый рекомендуемый, но его использование началось только после августа 1997 года, когда рынок ценных бумаг стал достаточно развит.

Что касается обязательных резервов, следует отметить, что более агрессивное использование этого инструмента происходило в 1994 и 1998 годах. До 1 февраля 1994 года обязательные резервы для бессрочных вкладов составляли 20% всех привлеченных фондов, в то время как для срочных вкладов требования были ниже (15% и ниже). Затем, чтобы ограничить сумму денег в обращении, НБМ поднял обязательные резервы до 28%. И, начиная с 1 июня 1994 года, видя, что уровень инфляции снизился, НБМ снова понизил обязательные резервы до 20%. 16 декабря 1994 года НБМ установил единую норму обязательных резервов для всех вкладов, равную 12%. 1 октября 1995 года она была снижена до 8%. Затем в последнем квартале 1998 года ситуация кардинально изменилась.

Эволюция основных денежных агрегатов - кассовые средства в обращении, широкий показатель денежной массы и резервные деньги - показана в нижеследующей таблице.

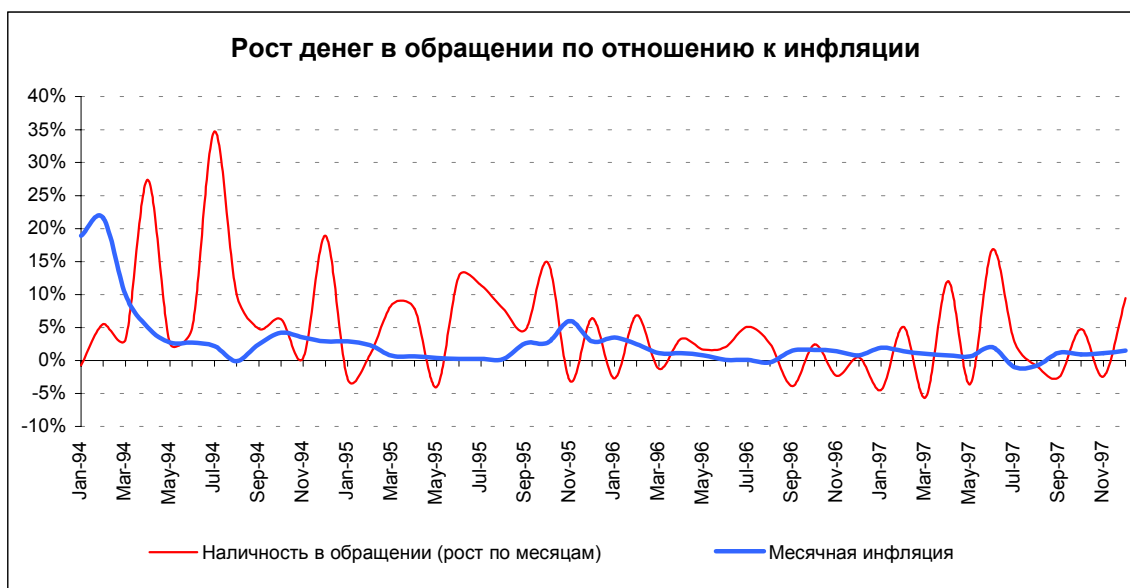
Таблица 3. Денежные агрегаты

Конец года:	Инфляция	Рост М0	Рост МЗ	Рост РД
1994	104.5%	191.9%	87.6%	136.1%
1995	23.8%	84.9%	65.1%	41.8%
1996	15.1%	14.5%	12.8%	8.4%
1997	11.2%	33.0%	37.0%	35.9%
1998	18.3%	-12.0%	-8.7%	-5.5%

Источник: Национальный банк Молдовы

Однако даже наличие достаточного объема широкого показателя денежной массы или адекватная денежно-кредитная политика центрального банка не означают, что инфляция находится под полным контролем, поскольку ставка инфляции может возрасти под влиянием косвенных, неденежных факторов, таких как директивное увеличение цен и тарифов (коммунальные услуги, транспорт, энергия и т.д.) или сезонные тенденции.

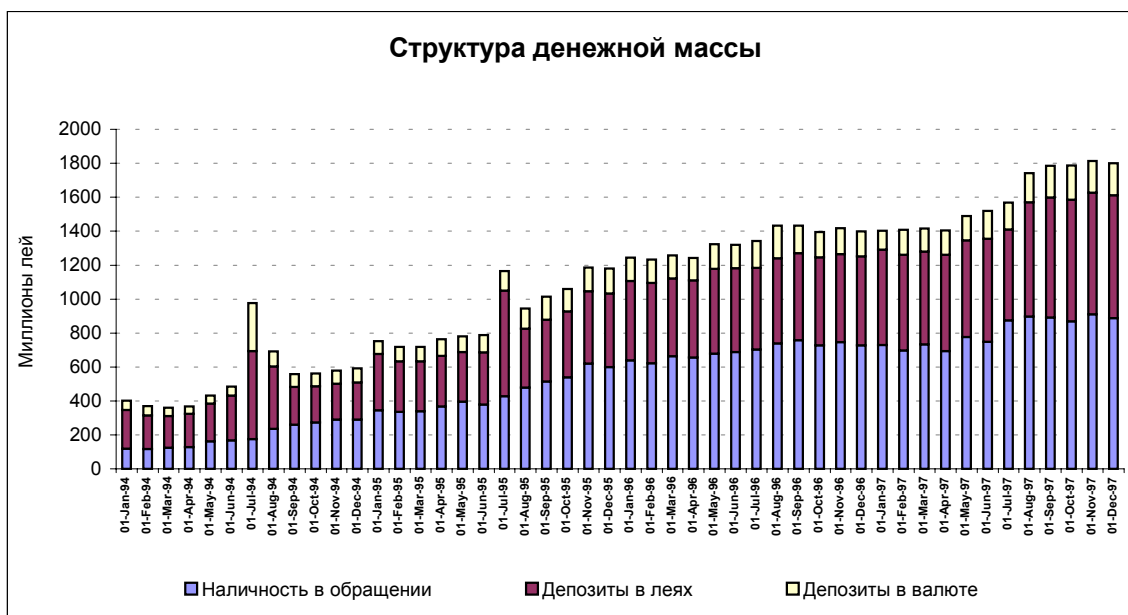
График 8



Источник: Национальный банк Молдовы

Изучая структуру широкого показателя денежной массы, можно заметить, что объем вкладов в банковскую систему постоянно возрастал (основная доля вкладов с леях), ясно указывая на рост доверия к лею (опирающегося на стабильный обменный курс и быстрое падение инфляции) и растущее использование вкладов в иностранной валюте для финансирования текущих операций, а не для хранения валюты.

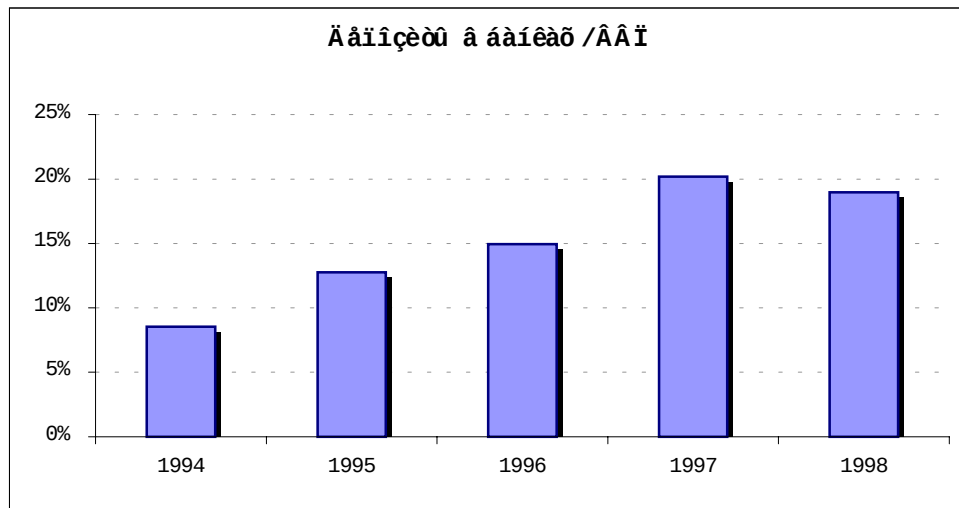
График 9



Источник: Национальный банк Молдовы

В 1996 и 1997 годах доверие населения к банковской системе возросло, что отразилось в постоянном увеличении вкладов населения в коммерческих банках.

График 10



Источник: расчеты CISR на базе данных НБМ

Второй якорь - валютный курс

Официальный курс устанавливался на сессиях Молдавской Межбанковской Валютной Биржи. В силу того факта, что разница между обменными курсами кассового и некассового рынков увеличивалась, в декабре 1993 года НБМ осуществил несколько вмешательств в обменные кассы, скупая доллары США и через какое-то время продавая их обратно. Таким образом, номинальный валютный курс сначала даже повышался, достигая 20-25 января 1994 года 3,665 млрд лей за 1 доллар США. Затем курс начал медленно падать. Относительно серьезные вмешательства были предприняты НБМ в 1994 году, преимущественно на кассовом рынке.

В 1993 году купон обесценился на 900%, в то время как уже в 1994 году молдавский лей обесценился относительно доллара США только на 14%. Далее, лей продемонстрировал поразительную стабильность и годовой номинальный индекс обесценивания (доллар США/млрд лей) составил 5,1% в 1995 году, 3,2% в 1996 году и 0,2% в 1997 году. Стабильный обменный курс использовался как второй якорь (помимо контроля за денежной массой) для сдерживания инфляции. Однако, в среднесрочном и долгосрочном плане должно быть достаточно только одного якоря, то есть, денежно-кредитной политики.

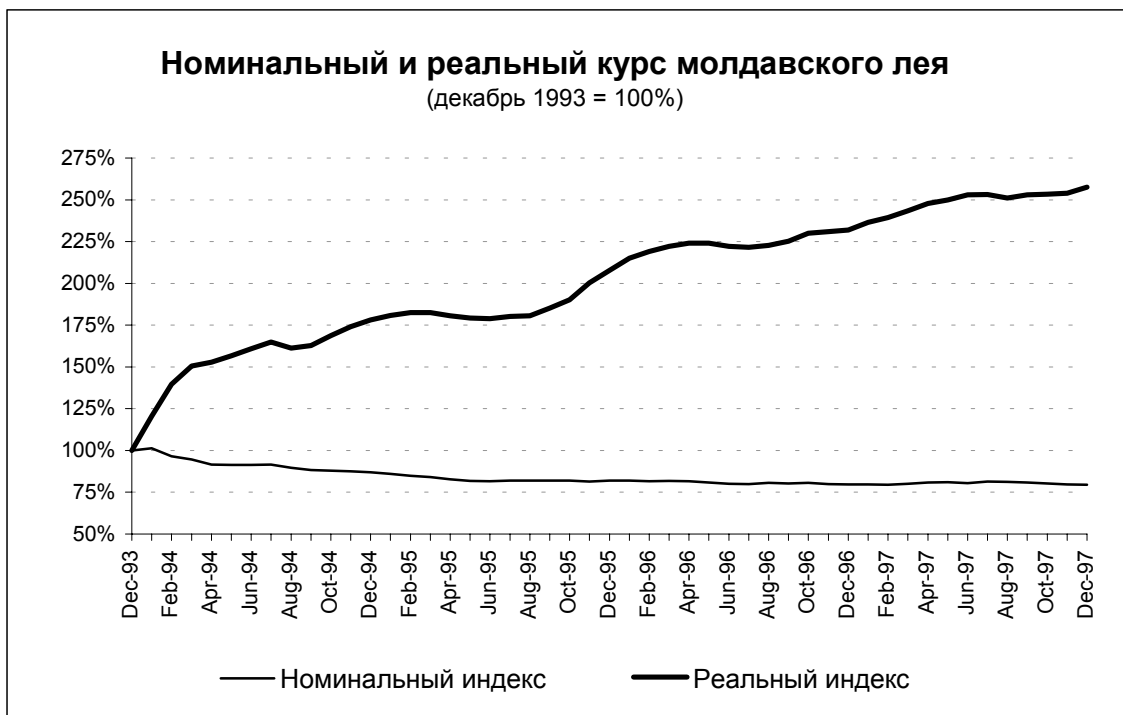
График 11



Источник: Национальный банк Молдовы

Одновременно со снижением инфляции молдавский лей начал ревальвировать в реальном выражении относительно российского рубля, украинского карбованца, доллара США и других валют. Таким образом, индекс реального обменного курса указывал на повышение курса лея по отношению к доллару США приблизительно на 74% в 1994 году, 17,5% в 1995 году, 11, 4% в 1996 году и 10,9% в 1997 году.

График 12

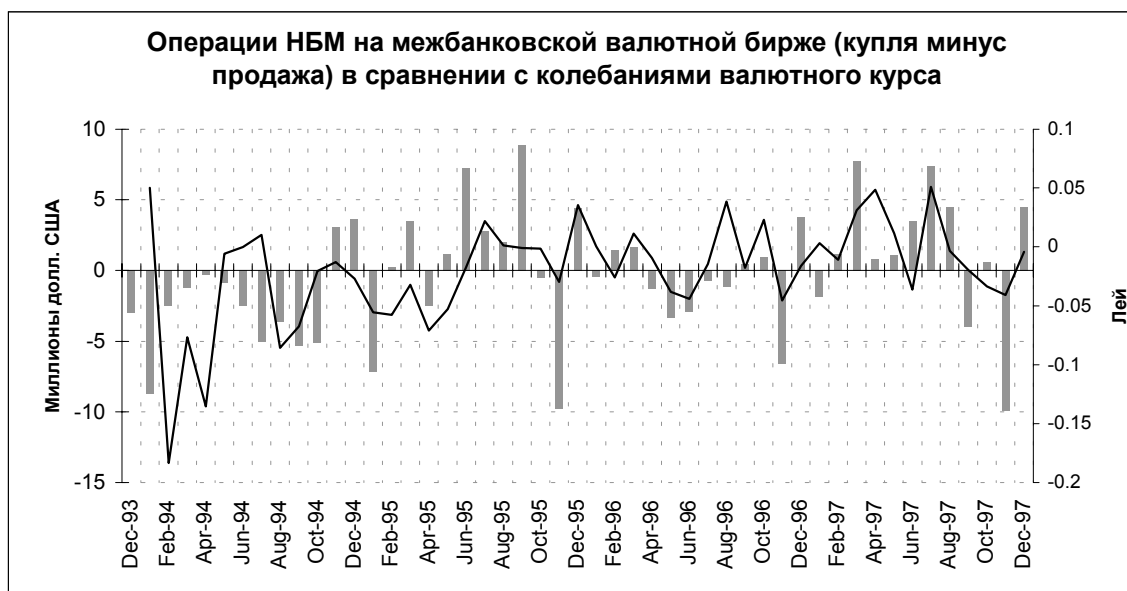


Источник: Национальный банк Молдовы

Постоянная ревальвация лея в присутствии огромной и растущей несбалансированности платежного баланса (отношение счета текущих операций к ВВП составило в 1997 году 15,8%) вызвала много возражений (особенно в 1997 году) со стороны экспортеров, утверждающих, что завышенный курс лея сделал молдавские экспортные товары слишком дорогостоящими, ухудшая, таким образом, их конкурентоспособность. В то же время девальвация лея сократит огромные объемы импорта, особенно товаров широкого потребления. Но, с другой стороны, девальвация не решит проблемы, поскольку почти одну треть импорта составляли энергетические ресурсы. Кроме того, девальвация создала бы для государства проблемы с обслуживанием внешнего долга и вызвала бы сокращение реального дохода домохозяйств.

Анализ траектории валютного курса в 1994-1997 годах показывает, что наблюдались некоторые общие тенденции, вызванные сезонными колебаниями предложения и спроса на твердую валюту на валютном рынке. Они объясняются сезонным характером экономики Молдовы, которая сильно зависит от сельскохозяйственного сектора. В 1994-1997 годах НБМ вмешивался в валютный рынок с целью смягчения резких колебаний валютного курса в соответствии с задачами денежно-кредитной политики.

График 13



Источник: Национальный банк Молдовы

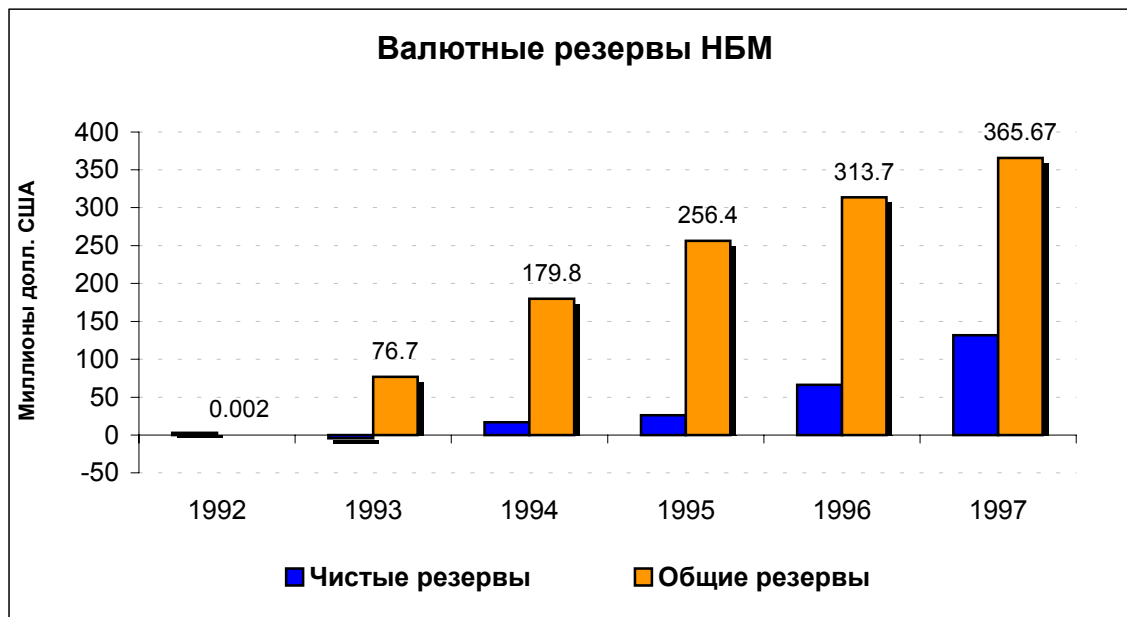
Валютный режим

НБМ постепенно реализовывал политику либерализации валютного рынка. Начиная с 1992 года стали происходить положительные изменения в валютном регулировании: до мая 1992 года обязательной продаже твердой валюты подлежало 50% поступлений от производственной деятельности и 60% в случае посредников. Затем требование об обязательной продаже валюты было постепенно унифицировано и составило к концу 1993 года 35%. Кроме того, если в 1993 году экспортная выручка продавалась НБМ, начиная с января 1994 года он продается коммерческим банкам. Валютные резервы НБМ в конце 1993 года составляли 77 млн долларов США. 17 января 1994 года НБМ утвердил новые Положения о валютном контроле, которые узаконили покупку твердой валюты для операций по счету текущих операций. 15 ноября 1994 года требование об обязательной продаже

валюты было отменено, таким образом экономические агенты получили возможность свободно распоряжаться своими экспортными доходами, хранимыми в банках. Это было достоверным свидетельством стабильности лея.

Создание резервов эволюционировало дальше. Таким образом, в конце 1994 года валовые резервы уже достигли 180 млн долларов США, в 1995 году - 256 млн долларов США, в 1996 году - 314 млн долларов США. В конце 1997 года валовые резервы достигли 366 млн долларов США (покрывая 3,1 месяца импорта товаров и услуг), из которых 132 млн долларов США было представлено чистыми резервами.

График 14



Источник: Национальный банк Молдовы

Увеличение чистых резервов было обусловлено главным образом вмешательством НБМ в валютный рынок (на котором предложение валюты было выше в результате экспорта, иностранных инвестиций и иностранных ссуд) и успешным управлением резервного портфеля дилерами центрального банка.

Были упрощены правила экспорта-импорта твердой валюты в Молдове, и установлены довольно либеральные правила хранения твердой валюты на вкладах в молдавских банках. Эти меры способствовали росту доверия к лею населения и экономических агентов. В результате стабилизировался курс лея, увеличился объем леевых вкладов в банках, в то время как «уличная» деятельность и черный валютный рынок практически полностью исчезли.

Вышеуказанные меры и достигнутые результаты послужили хорошей причиной для принятия НБМ 30 июня 1995 года частей 2, 3 и 4 Статьи VIII Статей соглашения МВФ. Это означало *de jure* конвертируемость молдавского лея для операций по счету текущих операций и для некоторых операций по счетам движения капиталов. В результате любое физическое лицо-резидент или нерезидент или юридическое лицо получили право обменивать без ограничений леи в твердую валюту (и некоторые неконвертируемые валюты, например стран бывшего Советского Союза) и наоборот. Иностранные инвесторы получили право свободно репатриировать капитал в свою страну происхождения. Любой экономический агент Молдовы может покупать твердую валюту для операций импорта без

ограничений посредством молдавских коммерческих банков. Экономические агенты получили право, в случаях, когда они получали зарегистрированные в НБМ ссуды из-за рубежа, покупать твердую валюту на местном рынке для обслуживания этих ссуд. Резиденты, работающие за рубежом, могут свободно переводить свои доходы родственникам в Молдове. Однако физические лица-резиденты Молдовы не имеют права переводить за границу деньги со своих валютных счетов в местных банках, кроме переводов в целях медицинского обслуживания, обучения и других.

4. Заключительные комментарии

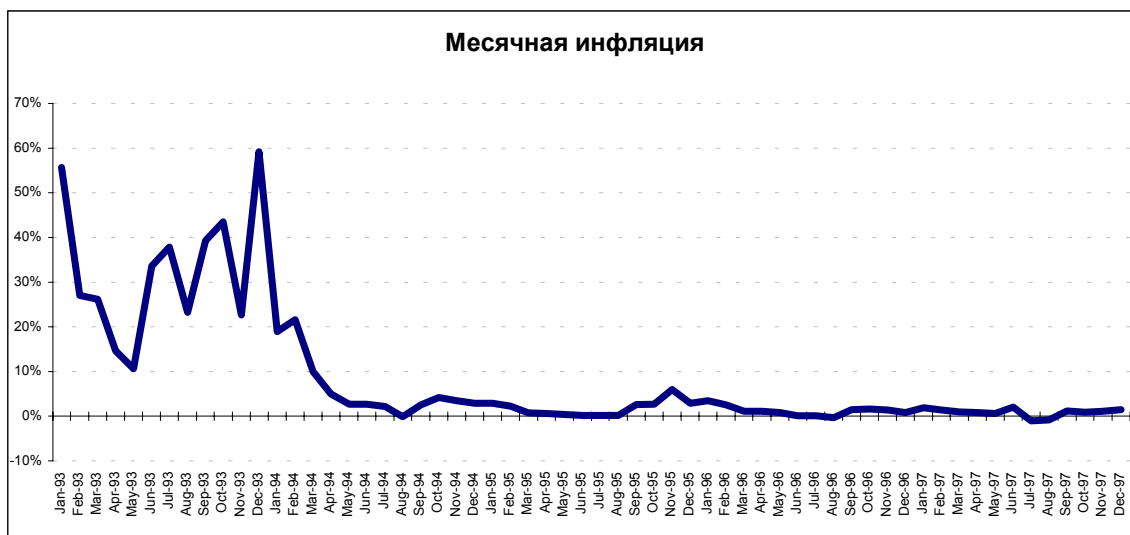
С введением молдавского лея была реализована жесткая денежно-кредитная политика, которая оказалась одной из самых успешных (наряду с политикой, проводимой в одном из балтийских государств) в бывшем Советском Союзе. Но без сильной финансовой поддержки МВФ Молдова не смогла бы ввести национальную валюту, учитывая сложившиеся обстоятельства.

Лей продемонстрировал поразительную стабильность, и годовой индекс номинальной девальвации составил 14,8% в 1994 году, 5,1% в 1995 году, 3,2% в 1996 году и 0,2% в 1997 году. В подтверждение стабильности лея 15 ноября 1994 года было отменено правило об обязательной продаже твердой валюты. После принятия НБМ (30 июня 1995 года) Статьи VIII Статьи соглашения МВФ молдавский лей стал *de jure* конвертируемым для операций по счету текущих операций и для некоторых операций по счету движения капиталов.

Валовые резервы НБМ в иностранной валюте постоянно возрастали: почти с нуля в конце 1992 года они достигли 366 млн долларов США в конце 1997 года (покрывая 3,1 месяца импорта товаров и услуг).

Ставка инфляции резко упала в 1994 году. В то время как в 1993 году годовая ставка инфляции превышала 2000%, в конце 1994 года она упала до 105%, в 1995 году она была уже 23,8%, в 1996 году - 15,1%, и в 1997 году - 11,2%.

График 15



Источник: Департамент статистики

Годовая ставка рефинансирования, устанавливаемая на кредитных аукционах, сократилась с 377% в феврале 1994 года до 16% к концу 1997 года. Начиная с января 1994 года реальная ставка рефинансирования стала положительной в реальном выражении. В 1994 году было упразднено льготное кредитование государственных предприятий.

Начиная с 1995 года дефицит бюджета покрывается преимущественно эмиссией государственных ценных бумаг, продаваемых на аукционах. Объем эмиссий государственных ценных бумаг постоянно и быстро возрастал, но в то же время не был сокращен дефицит бюджета. Поэтому в 1998 году государство осознало, что продолжение этой практики невозможно без внесения поправок в бюджет - поступления от вновь выпущенных облигаций и векселей не покрывали даже сумм, необходимых для погашения ценных бумаг.

В 1992 году НБМ ввел экономические нормативы для всех банков, которые были пересмотрены в марте 1995 года, устанавливающие стандарты для банковской системы Молдовы, соответствующие базельским нормативам.

Реальные ставки процента в банковской системе всегда оставались достаточно высокими. Среди причин этого, с одной стороны, высокие потребности государства в заемных средствах, низкое предложение внутренних сбережений, с другой - высокий системный риск, обусловленный слабой судебной системой и законодательной базой, отсутствие серьезной конкуренции между банками, низкий уровень их капитализации.

Объем депозитов в банковской системе постоянно возрастал (основную долю которых составляли депозиты в леех), определенно свидетельствуя об увеличении доверия к лею (поддерживаемого стабильным валютным курсом и быстрым сокращением инфляции).

Вообще говоря, положение в банковской системе Молдовы стабильно и не пострадало от крупных потрясений, однако, с финансовой точки зрения банковская система по-прежнему слаба, и уровень ее капитализации низок.

II. НЕУСТОЙЧИВАЯ НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА (1993-1997 гг.)

Резюме

Налогово-бюджетная политика Молдовы в последние годы характеризовалась вялостью и подвергалась давлению групп интересов. Это утверждение подтверждается медленным темпом структурных реформ и общей слабостью государства. Слабая налогово-бюджетная политика, в свою очередь, ослабила решимость по реформированию государственных структур. Просроченные задолженности по платежам и операции взаимозачета привели к развитию системы с отсутствием платежей. На макроэкономическом уровне налогово-бюджетная политика, ориентированная на увеличение расходов, привела к высоким суммарным осуществленным расходам, которые не соответствовали предложению из-за задержанного процесса реструктуризации. Это взвинтило импорт, и состояние торгового баланса неуклонно ухудшалось. В то же время притоки капитала, необходимые для финансирования дефицита бюджета, в сочетании с ограничительной внутренней денежно-кредитной политикой, препятствовали девальвации валюты. Конечным результатом такой комбинированной политики было быстрое накопление просроченной задолженности по внешнему долгу и расходам. Нестабильность внутреннего и внешнего положения государства неизбежно привела к финансовому кризису.

1. Введение: Налогово-бюджетная политика и макроэкономическая стабилизация

Это общепризнанный факт, что в странах с переходной экономикой, реализовавших жесткую налогово-бюджетную политику, быстрее возобновлялся рост, который был более стабильным и высоким по сравнению со странами с крупным и неустойчивым дефицитом