

Январь – август 2008 года: признаки финансового кризиса

В.Е. Маневич, д.э.н., Институт проблем рынка РАН

Бизнес и банки. – 2008.- № 35

Аннотация

События, разворачивающиеся в российской экономике в 2008 году, ярко высвечивают взаимозависимость трех сфер экономики: внешнеэкономических связей (внешняя торговля и движение капитала), финансовой политики, денежной политики. Было бы нормально, чтобы финансовая и денежная политика были подчинены задачам стимулирования реальных инвестиций и экономического роста, а внешнеэкономические связи регулировались в соответствии с заданными параметрами финансовой и денежной политики. На деле же в сегодняшней российской экономике сложилась прямо противоположная цепочка зависимостей: финансовая и денежная политика приспосабливаются к стихийно складывающимся внешнеэкономическим связям, и в результате не оказывают целенаправленного воздействия на реальные инвестиции и экономический рост. В этой статье мы постараемся проследить, как внешняя торговля и международное движение капитала детерминируют финансовую и денежную политику в России. В результате сокращения ввоза капитала иностранного капитала и увеличения его вывоза в I и III кварталах 2008 года снизилась потребность в источниках финансирования покупки иностранной валюты Центральным банком, поэтому часть остатков на счетах бюджета в ЦБ оказалась невостребованной. В этой ситуации ЦБ и Минфин сжимают денежное предложение, но сохраняют массивный бюджетный профицит, что провоцирует кризис ликвидности. Нужны были прямо противоположные действия: сокращение профицита и расширение денежного предложения ЦБ в соответствии с потребностями экономики, независимо от колебаний валютного рынка.

В течение длительного времени (с 1999 года) российская экономика развивалась в условиях массивного активного сальдо торгового баланса и счета текущих операций, т.е. в условиях избыточного притока в страну иностранной валюты. В 2007 и 2008 годах активное сальдо внешней торговли постоянно увеличивалось. В I полугодии 2008 года активное сальдо торгового баланса составило 105 млрд. долларов (в I полугодии 2007 – 60 млрд. долларов), активное сальдо счета текущих операций увеличился до 69 млрд. долларов (в I полугодии 2007 – 37 млрд.).

До 2004 года активное сальдо счета текущих операций уравнивалось перевесом вывоза капитала над его ввозом и приростом официальных валютных резервов. В 2004 году был учрежден Стабилизационный фонд, в который отчислялась значительная часть экспортной выручки. В результате поступление иностранной валюты на внутренний валютный рынок сократилось, но спрос на нее отнюдь не уменьшился. В результате возрос ввоз капитала. Ввоз капитала обуславливается не только спросом на валюту для вывоза капитала и спросом на иностранные инвестиции, но и спросом на заемные ресурсы, который не удовлетворялся внутренним предложением кредитов, во всяком случае – по тем ставкам, которые диктовала заемщикам банковская система. В 2005 году ввоз капитала сравнялся с его вывозом, в 2006 и 2007 годах ввоз капитала существенно превзошел его вывоз. Теперь спрос на иностранную валюту для вывоза капитала стал удовлетворяться не за счет активного сальдо торгового баланса и счета текущих операций (активное сальдо счета текущих операций «гасилось» отчислениями в Стабилизационный фонд), а за счет ввоза капитала.

Избыточное, относительно спроса, предложение иностранной валюты не только не исчезло в результате учреждения Стабилизационного фонда в 2004 году, но, напротив, в последующие годы существенно увеличилось. Важно отметить, что уже с

2005 года избыточное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке (и, соответственно, ее покупка ЦБ) детерминировалось не активным сальдо торгового баланса, а ввозом капитала, в конечном счете – спросом на заемные ресурсы. Покупая валюту на внутреннем валютном рынке, ЦБ замещает привлеченный из-за границы капитал внутренними ресурсами – эмиссионным ресурсом и, главным образом, бюджетными средствами.

Если в 2004 году профицит консолидированного бюджета почти полностью формировался за счет Стабилизационного фонда, то, начиная с 2005 года, по мере нарастания ввоза капитала, профицит бюджета существенно превышает прирост Стабилизационного фонда. Особенно резко увеличился избыток профицита бюджета над приростом резервных фондов в 2008 году. Соответствующие данные представлены в табл. 1.

Таблица 1. Резервные фонды* и профицит бюджета, млрд. руб.

	2007 I полугодие	2008 I полугодие
Профицит консолидированного бюджета	1 464	2 028
Прирост резервных фондов	794	-21
Бюджетный профицит <i>минус</i> прирост резервных фондов	670	2 049

* До 1 февраля 2008 – Стабилизационный фонд, с 1 февраля 2008 – сумма Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Экономический смысл этого явления заключается в следующем: Во-первых, прирост официальных валютных резервов в последние годы формировался не только и не столько за счет активного сальдо торгового баланса, сколько за счет ввоза капитала. Во-вторых, покупая иностранную валюту у импортеров капитала (получателей внешних кредитов), Центральный банк *замещал* внешние кредиты и инвестиции внутренними ресурсами – эмиссионным ресурсом и бюджетными средствами. Это означало, далее, что в стране имеются внутренние ресурсы для расширения кредитования и инвестиций, но они вводятся в экономику «круглым путем»: сначала банки и корпорации берут внешние займы, затем, путем продажи валюты центральному банку средства, привлеченные из-за границы, замещаются внутренними ресурсами.

В результате растет внешняя задолженность российской экономики, и накапливаются адекватные этой задолженности валютные резервы. При этом удерживается высокая ставка процента на внутреннем кредитном рынке, ограничивающая спрос на внутренний кредит и способствующая росту спроса на внешние заимствования. Уже в 2005, и тем более, в 2006 и 2007 годах ЦБ и Минфин могли перейти к политике расширения внутреннего кредита и сдерживанию спроса на внешние заимствования. Это отнюдь не уменьшило бы поступающие в экономику кредитные ресурсы, но привело бы к снижению ставки процента, стимулированию инвестиций во всех отраслях экономики, более целенаправленному и эффективному распределению и использованию инвестиционных ресурсов. Правда, при этом мы не имели бы столь массивного прироста валютных резервов, но не было бы и столь массивного роста внешней задолженности.

В I полугодии 2008 года рост резервных фондов остановился. По нашим приблизительным расчетам, если бы резервные фонды в I квартале 2008 года не расходовались, сальдо счета текущих операций, за вычетом прироста резервных фондов, в I квартале 2008 года не превышало бы 2 млрд. долларов. Ввоз капитала составлял 27 млрд. долларов, вывоз капитала – 53 млрд. Таким образом, в I квартале

2008 года, в случае наращивания резервных фондов прежними темпами, спрос на валюту для вывоза капитала не мог быть удовлетворен за счет ввоза капитала. В этих обстоятельствах денежные власти предпочли отказаться от дальнейшего увеличения резервных фондов, предоставив соответствующие валютные ресурсы экспортерам капитала. Однако покупка валюты на внутреннем рынке за счет средств бюджета продолжалась, а профицит консолидированного бюджета продолжал расти. Денежные власти поступили бы рациональнее, если бы отказались от покупки валюты за счет бюджетных средств (и тем самым удовлетворили спрос на валюту со стороны экспортеров капитала), сократили профицит, увеличили бюджетные расходы, и, в то же время, продолжали, хотя бы в меньших масштабах, увеличивать резервные фонды.

Теоретически допустимо предположение, что в I квартале 2008 года отказ денежных властей от дальнейшего наращивания резервных фондов не определялся вывозом капитала, а сам способствовал росту этого вывоза. Все зависит от того, каким путем расходовались средства этих фондов: были ли они просто направлены на валютный рынок, в соответствии со сложившимся спросом на валюту, или предоставлены в кредит определенным фирмам и банкам, осуществляющим вывоз капитала за границу. Но уверенного ответа на этот вопрос у нас нет.

Во II квартале 2008 года ситуация на валютном рынке изменилась: ввоз капитала увеличился, а вывоз – сократился. Казалось бы, денежные власти могли вернуться к наращиванию резервных фондов. Если бы денежные власти увеличивали резервные фонды нормальным темпом, примерно на 35 млрд. долларов за квартал, бюджетный профицит можно было бы сократить вдвое, увеличив на соответствующую сумму расходы бюджета. Но этого не произошло. Резервные фонды не росли, зато, в связи с ростом ввоза капитала, резко увеличились покупки иностранной валюты за счет средств бюджета. Соответственно вырос бюджетный профицит. В этом случае мы не видим рационального объяснения поведения денежных властей. Возможно, что они просто действовали по инерции, в соответствии со сложившейся тенденцией роста бюджетного профицита. Лишь в августе 2008 года прирост резервных фондов возобновился, причем за один месяц (август) резервные фонды выросли на величину, превышающую средний прироста за квартал в 2007 году. По-видимому, денежные власти теперь, с большим опозданием, в условиях назревающего кризиса, вносят необходимые коррективы в денежную и финансовую политику, хотя их можно было внести значительно раньше, в относительно спокойной обстановке.

Таблица 2. Прирост резервных фондов в 2007-2008 годах

2007	Млрд. руб.	Млрд. долларов	«Учетный курс» (рублей за 1 доллар США)
I квартал	465	19,0	24,5
II квартал	329	13,6	24,2
<i>I полугодие</i>	<i>794</i>	<i>32,6</i>	<i>24,4</i>
III квартал	378	19,9	19,0
IV квартал	708	15,2	46,6
<i>II полугодие</i>	<i>1 084</i>	<i>35,1</i>	<i>30,9</i>
2008			
I квартал	- 7	0,7	
II квартал	-14	- 0,0	
<i>I полугодие</i>	<i>-21</i>	<i>0,7</i>	
Июль	- 20	-0,1	
Август	482	12,9	37,4

Данные о приросте резервных фондов представлены в таблице 2. Отметим, что в I полугодие 2008 года резервные фонды в долларах *увеличились*, хотя и на крайне незначительную величину – на 0,7 млрд. долларов, но в рублевом выражении они *сократились* на 21 млрд. руб. В этом сказались потери на валютном курсе. О представленном в последнем столбце табл.2 «учетном курсе» речь пойдет ниже. Пока мы просим читателя не сосредотачивать на нем внимания.

Почему ситуация в сфере международного движения капитала изменилось в 2008 году? Финансовый кризис в западных странах, первые симптомы которого появились в начале года, ограничил предложение заемных ресурсов на мировых рынках. Снижение цен на нефть сделал инвестиции в России не столь привлекательными. Определенную роль в оттоке иностранного капитала сыграл конфликт на Кавказе. Отток иностранного капитала привел к росту спроса на валюту, снижению курса рубля и повышению курса доллара. Со второй недели августа 2008 года началось сокращение валютных резервов.

Таблица 3. Структура прироста валютных резервов, млрд. долларов США

	2007		2008				
	I полугодие	II полугодие	I полугодие	I квартал	II квартал	Июль	Август
Прирост валютных резервов, всего	98,5	50,5	77,1	12,1	65,0	27,6	- 14,3
В том числе							
Прирост резервных фондов	32,6	35,1	0,7	0,7	-0,0	- 0,1	12,9
Покупка валюты на валютном рынке	65,9	15,4	76,4	11,4	65,0	27,7	- 27,2

Таблица 4. Расчет покупки иностранной валюты Центральным банком по официальному курсу

	2007		I полугодие	2008			
	I полугодие	II полугодие		I квартал	II квартал	Июль	Август
Покупка иностранной валюты ЦБ, млрд. Долларов	65,9	15,4	76,4	11,4	65,0	27,7	-27,2
Официальный курс доллара на конец периода (рублей за 1 доллар)	25,82	24,55	23,46	23,52	23,46	23,45	24,58
Покупка иностранной валюты ЦБ, млрд. Руб.	1 701,5	378,1	1 792,3	268,1	1 524,9	649,6	-668,6

Теперь мы должны проанализировать источники финансирования покупки валюты ЦБ на внутреннем валютном рынке. Для удобства сопоставлений нужно все рассматриваемые величины выразить в рублях. Данные о приросте официальных

валютных резервов (резервных активов) в долларах США приведены в Платежном балансе РФ за 2007 и I полугодие 2008 года, данные о приросте резервных фондов – на официальном сайте Минфина (в долларах и в рублях). Разница между приростом валютных резервов и приростом резервных фондов составляет сумму покупок валюты Центральным банком (см. табл. 3). Эту величину, выраженную в долларах, мы переводим в рубли по официальному курсу на конец каждого периода (см. табл. 4). Возможно, что при этом допускается некоторая неточность, поскольку, во-первых, курс внутри каждого периода не совпадает с курсом на конец периода, во-вторых, курс покупок ЦБ, возможно, не полностью совпадает с официальным курсом. Однако общие тенденции при этом вряд ли существенно нарушаются.

Источники финансирования покупок иностранной валюты центральным банком мы определяем как сумму остатков на счетах в ЦБ органов государственного управления и банков и прироста количества наличных денег, *минус* прирост резервных фондов, выраженный в рублях (см. табл. 5).

Сопоставляя сумму всех источников финансирования покупки иностранной валюты (строка 6 табл. 5) с покупками валюты Центральным банком (строка 7 табл. 5), мы получаем представление о формировании избыточных средств, главным образом – на счетах органов государственного управления.

Определяя источники финансирования покупки валюты в I квартале и в июле 2008 года, мы не принимаем в расчет уменьшение количества денег и остатков на счетах банков, потому что эти процессы (имеющие, отчасти, сезонный характер) вряд ли связаны с уменьшением валютных резервов.

Как видно из табл. 5, за период с января по июль 2008 года источники финансирования покупки иностранной валюты Центральным банком (3 120 млрд. руб.) превысили эти покупки, выраженные в рублях по официальному курсу (2 442 млрд. руб.) на 678 млрд. руб.

Мы не располагаем данными о динамике остатков на счетах бюджета в августе 2008 года. Но поскольку в августе резко возросли резервные фонды, а валютные резервы в целом сократились, можно предположить, что профицит консолидированного бюджета в августе снизился.

Средства, поступающие в резервные фонды, представляют собой часть внешнеторговой выручки, полученную благодаря высоким мировым ценам на нефть и некоторым другим доходам от внешней торговли. Конечно, эти конъюнктурные доходы было бы лучше использовать для решения социальных и экономических задач, требующих целевого импорта, а не вкладывать в казначейские векселя правительства США и, тем более, в обязательства частных зарубежных компаний (например, ипотечных банков). Накапливать эти средства в высоко ликвидных и низко доходных иностранных активах, по нашему мнению, нерационально, но в известных пределах – теоретически допустимо.

Этого, однако, нельзя сказать о тех бюджетных средствах, которые расходуются на покупку валюты, т.е. о средствах, составляющих *превышение* профицита бюджета над приростом стабилизационных фондов. Эти средства должны возвращаться в хозяйственный оборот, поскольку формируются они за счет внутренних ресурсов, а не за счет благоприятной внешнеторговой конъюнктуры. И до недавнего времени, в 2005-2007 годах, они действительно возвращались в хозяйственный оборот, но только «кружным путем», через покупку валюты у заемщиков иностранного капитала. Тем самым внешний кредит замещался внутренними ресурсами. Одновременно нарастала внешняя задолженность частного сектора российской экономики, и стремительно росли официальные валютные резервы. Однако в 2008 году эти средства оказались частично невостребованными и фактически стали выводиться из хозяйственного оборота.

В I квартале 2008 года приток иностранного капитала резко замедлился, избыток профицита бюджета над резервными фондами превысил покупки иностранной валюты, измеренные по официальному валютному курсу. Минфин и ЦБ, стремясь уравновесить избыточные остатки на счетах бюджета, сжимали денежное предложение, что вызвало нехватку ликвидности. Одновременно денежные власти впервые предложили банкам бюджетные кредиты на сотни миллиардов рублей. Во II квартале возобновился приток иностранного капитала, баланс Центрального банка вновь был уравновешен. ЦБ расширил денежное предложение.

Таблица 5. Источники финансирования: покупки валюты Центральным банком и объем покупки валюты ЦБ по официальному курсу, млрд. руб.

	2007			2008				
	I полугодие	II полугодие	2007 год, всего	I квартал	II квартал	I полугодие	Июль	Январь-июль
1. Прирост наличных денег в обращении*	192,5	864,0	1 055	–	283	283	–	283
2. Прирост депозитов органов государственного управления	1 351,1	625,7	1 977	987	788	1 775	816	2 591
3. Прирост остатков на счетах банков	16,3	574,9	591	–	264	264	–	264
4. Всего (1+2+3)	1 560	2 065	3 625	987	1 335	2 322	816	3 138
5. Прирост резервных фондов	794	1 084	1 878	16**	–0,0	16**	2	18
6. Итого, источники финансирования покупок валюты (4 – 5)	766	981	1 747	971	1 334	2 306	814	3 120
7. Покупка валюты Центральным Банком**	1 701	378	2 079	268	1 524	1 792	650	2 442

* По данным «Денежная база», наличные с учетом остатков в кассах банков

** В данном случае мы переводим в рубли по официальному курсу прирост резервных фондов, выраженный в долларах, который в I квартале 2008 года представлял собой положительную величину, тогда как в рублевом выражении резервные фонды сокращались.

Однако в III квартале 2008 года в связи с рядом экономических и политических факторов (финансовый кризис в США, снижение мировых цен на нефть, конфликт на Кавказе) начался отток иностранного капитала. В результате повысился спрос на иностранную валюту, курс доллара к рублю впервые за много лет начал расти. В

августе ЦБ был вынужден продавать, а не покупать иностранную валюту. Официальные валютные резервы начали сокращаться. За август валютные резервы сократились, на 14,3 млрд. долларов, одновременно резервные фонды выросли на 12,9 млрд., следовательно, ЦБ продал на валютном рынке более 27,2 млрд. долларов, что эквивалентно примерно 680 млрд. руб. В сентябре сокращение валютных резервов, по-видимому, продолжалось. Продажа части валютных резервов в августе – сентябре должна была привести к дальнейшему росту денежных остатков на счетах правительства в ЦБ.

Профицит бюджета и остатки на счетах органов государственного управления в ЦБ во II квартале и в июле продолжали расти. В I полугодии 2008 прирост депозитов органов государственного управления (и соответствующий ему профицит консолидированного бюджета) в 2,8 раза превысил этот показатель за I полугодие 2007 года (с учетом инфляции – в 2,5 раза). ЦБ и Минфин, сжимая денежное предложение, увеличивают бюджетный профицит, когда нужно было бы поступить «с точностью до наоборот»: при малейшей возможности (например, когда уменьшается потребность в покупке валюты) сокращать профицит и увеличивать расходы бюджета, а денежное предложение строить независимо от валютного рынка – в соответствии с потребностями экономики в деньгах.

Но если на счетах в ЦБ (главным образом – на счетах бюджета) сосредоточены крупные избыточные суммы, не задействованные в покупке валюты или в кредитовании правительства и банков, как в таком случае может поддерживаться равенство актива и пассива баланса Банка России?

Равновесие баланса ЦБ в отдельные периоды достигается за счет сокращения количества наличных денег в обращении и сокращения остатков на счетах банков, *не связанных с продажей валюты*, а также, по-видимому, с помощью некоторых, не вполне ясных арифметических операций с валютным курсом, по которому отражаются в рублях иностранные активы Центрального банка.

Вернемся к табл. 2. Данные, приведенные в последней графе таблицы («учетный курс») получены путем деления данных приведенных в первой графе (объем резервных фондов в рублях), на данные, приведенные во второй графе (объем резервных фондов, выраженный в долларах). В результате мы получаем номинальный валютный курс (рублей за 1 доллар), по которому прирост резервных фондов отражается в статистике Минфина и, надо полагать, также в статистике Центрального банка. Мы назвали этот параметр (возможно, не очень удачно) «учетным курсом». До сих пор этот параметр не привлекал какого-либо внимания, но в сегодняшней ситуации он играет определенную роль.

Как видно из табл. 2, в I полугодии 2007 года «учетный курс», в основном, совпадал с официальным курсом. В III квартале 2007 года «учетный курс» доллара был несколько занижен против официального курса. В IV квартале 2007 года учетный курс оказался в два раза выше официального курса, а в августе 2008 – в полтора раза. По-видимому, когда образуются излишние рублевые средства, не востребованные для покупки валюты, курс, по которому иностранные активы отражаются в балансе ЦБ, завышается. В результате этой операции достигается равновесие баланса ЦБ. Избыточные бюджетные средства, не израсходованные на покупку валюты, таким образом, не аннулируются, а сохраняются на счетах органов государственного управления в ЦБ, и могут быть использованы в следующие периоды.

Как видно из табл. 5, крупный избыток средств на счетах в ЦБ образовался уже во II полугодии 2007 года, когда по сравнению с I полугодием сократился ввоз капитала и увеличился его вывоз. Возможно, что ЦБ и Минфин рассчитывали, что во втором полугодии 2007 года ввоз и вывоз капитала останутся примерно на уровне I

полугодия. Этим можно объяснить форсированный рост количества денег, остатков на счетах бюджета и коммерческих банков во II полугодии 2007 года. Однако, как уже говорилось, во II полугодии 2007 года ввоз капитала сократился, вывоз увеличился, и потребность в средствах для покупки иностранной валюты оказалась минимальной. В I квартале 2008 года эта потребность также была невелика, но теперь ЦБ не только замедлил рост денежной массы, а даже сократил ее в абсолютном выражении. ЦБ предпринял другие меры денежной рестрикции: повышение норм обязательных резервов и ставки рефинансирования. Кроме того, в I квартале 2008 года расширилось кредитование коммерческих банков и правительства Центральным банком. Часть избыточных средств, образовавшихся в I квартале 2008 года, была, по-видимому, использована для покупки валюты во II квартале.

Возможно, что повышение темпа инфляции специалисты ЦБ связывали с массированным приростом количества денег в экономике, и этим оправдывали денежную рестрикцию в 2008 году. Однако на фоне постоянного повышения цен на первичные ресурсы вряд ли с таким объяснением инфляции можно согласиться. Расширение массы денег в 2007 году не привело к переполнению каналов денежного обращения, а способствовало дальнейшему снижению процентных ставок и росту экономики. Денежная рестрикция 2008 года не остановила инфляцию (инфляция, напротив усилилась; за январь-август 2008 года рост потребительских цен составил 9,7%, за соответствующий период 2007 – 6,7%), но, очевидно, вызвала нехватку ликвидности в банковской системе, способствовала повышению всего спектра процентных ставок и замедлению темпов роста инвестиций.

В результате неоправданного сжатия количества наличных денег и других мер денежной рестрикции (повышения резервных требований и ставки рефинансирования) возникла противоречивая, но вполне объяснимая и вполне предсказуемая ситуация: банки испытывали нехватку резервов ликвидности, но в то же время на счетах бюджета скопились крупные избыточные средства, не находившие применения. Весной 2008 года ЦБ и Минфин впервые предложили банкам краткосрочные кредиты в размере 300 млрд. руб. Банки, напротив, вполне обоснованно настаивали на предоставлении им дополнительных ресурсов для кредитования на достаточно длинные сроки.

Во II квартале 2008 года вновь возрос ввоз капитала, поэтому объем покупок валюты ЦБ увеличился, по сравнению с I кварталом, почти в 6 раз. В результате излишек на счетах бюджета сверх расходов на покупку валюты оказался, отчасти, востребованным.

Однако в III квартале ситуация вновь изменилась: начался отток иностранного капитала, вызвавший снижение курса рубля и продажу части официальных валютных резервов. В то же время профицит бюджета, судя по динамике остатков на счетах правительства в ЦБ, в июле продолжал увеличиваться. Соответствующими данными за август мы не располагаем, но, как говорилось выше, профицит в августе, по-видимому, снизился, но остатки на счетах правительства могли увеличиться в результате продажи части официальных резервов. В результате на счетах бюджета скопились излишние суммы, измеряемые уже не сотнями миллиардов, а триллионами рублей. Теперь ЦБ и Минфин предлагают кредиты банкам на срок от трех месяцев и более, т.е. рассматривают эти кредиты не как предоставление краткосрочных резервов ликвидности, а как предоставление дополнительных кредитных ресурсов. В сентябре ЦБ и Минфин сообщили, что они могут предоставить кредиты банками в размере 3 триллионов рублей. Для сравнения, напомним, что в I полугодии 2008 года ВВП составил немногим более 19 триллионов рублей, расходы консолидированного бюджета – 5,5 триллионов рублей, профицит – 2 триллиона рублей. Таким образом,

избыточные средства, которые денежные власти стремятся теперь впрыснуть в экономику, составляют более 15% ВВП, произведенного в I полугодии 2008 года.

Конечно, избыточные рублевые средства бюджета нужно использовать, и предоставление банкам дополнительных кредитных ресурсов под умеренные проценты, – возможно, не самый плохой метод такого использования. Вместе с тем, было бы разумно, чтобы государство определяло приоритетные направления использования этих ресурсов банками и контролировало ставку процента, по которой предоставляются эти кредиты. Часть избыточных средств бюджета правительство могло бы использовать для дополнительного финансирования социальных и экономических программ.

В заключение можно сказать, что кризисные явления в денежно-финансовой сфере российской экономики, обнаружившиеся в текущем 2008 году, явились результатом давно нараставших противоречий и диспропорций. Внешнеэкономические и политические факторы не генерировали эти противоречия и диспропорции, но привели к их обострению. Денежные власти не столько влияли на ход событий, сколько приспособлялись к ухудшающейся ситуации, причем делали это спорадически и с большим запаздыванием.