

3. Создание финансовых рыночных институтов

- Рынок банковских ссуд
- Рынок ценных бумаг

3.1. Становление двухуровневой банковской системы и рынка ценных бумаг

- К характеристике институционального подхода в экономической науке.
- Г. Клейнер. Эволюция институциональных систем//РЭЖ, 2005, № 4
- Создание институтов финансового рынка как предпосылка стабилизации

- В представлении неоклассиков экономическая система представляется совокупностью взаимодействующих агентов
- Институциональный подход к описанию экономической действительности предполагает, что действия агентов разворачиваются «не в чистом поле», а «в сильно пересеченной местности». Она наполнена разнообразными институтами - организациями, правилами, традициями.

- До сих пор мы говорили об институтах, имея ввиду становление института частной собственности в итоге приватизации, института свободных рыночных цен в итоге либерализации цен
- Их становление и развитие означало появление соответствующих поведенческих мотивов, традиций, писаных и неписаных правил

- Сегодня мы обратимся к теме, связанной с изучением становления определенных институтов, представляющих собой специфические механизмы рыночной инфраструктуры

Создание рынка ценных бумаг

Два слоя институциональных изменений:

- Создание механизмов выпуска и обращения ценных бумаг как способа превращения сбережений в инвестиции
- Создание новых мировоззренческих оценок, нового образа мышления

Старт рынка и бурное количественное развитие:

- 1993-1994
- 1990-1992 - идеи и первые громкие имена, «международные», «центральные» биржи

Старт рынка 1990-1992 гг.

Известны случаи, когда утром на площадке велись биржевые торги, а вечером там начиналась дискотека

Одна из «московских центральных» бирж находилась на Старом Арбате в коммунальной квартире с продавленными диванами, сохранившимися от старых хозяев

(вспоминает Я. Миркин, председатель совета директоров ИК «Еврофинансы», зав кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ)

- В 1993-1994 гг. в России официально существовали более 60 фондовых и товарно-фондовых бирж, фондовых отделов товарных бирж.

Это составляло более 40% их мирового количества

(а товарных бирж было учреждено в 1990-1991 гг. более 700)

- **Отличительные особенности периода:**

Годовой оборот очень мал: не превышал несколько миллионов долларов США

Торгуемые продукты: ваучеры (с 1992г.), денежные суррогаты, предъявительские ценные бумаги, обязательства, порожденные финансовыми пирамидами.

- Неликвидность этих активов, их нежизнеспособность привели к тому, что в 1992 году начались эксперименты бирж с **деривативами**.
- Это производные ценные бумаги – соглашения сторон, по которым они принимают на себя обязательство или право передать определенный актив или сумму денег в установленный срок по согласованной цене
- По российскому законодательству большая часть производных финансовых инструментов не признается ценной бумагой

К октябрю 1994 г. было зарегистрировано более 2 700 инвестиционных фирм.

Это были финансовые брокеры,
инвестиционные консультанты и
инвестиционные компании

- В результате преодоления последствий низкой монетизации, попыток сдерживать рост денежной массы возникли денежные суррогаты.
- Это породило объемный **вексельный рынок**

Особенность фондового рынка – большая доля вексельного обращения

Серия _____ № 000000

ПРОСТОЙ ВЕКСЕЛЬ

На сумму _____ (цифрами)

Дата, место составления векселя: _____

Предприятие(лицо): _____ (полное наименование и полный адрес составителя)

обязуется безусловно уплатить по этому векселю денежную сумму в размере: _____ (словами прописью)

непосредственно предприятию(лицу): _____ (полное наименование и адрес получателя)

или по его приказу любому другому предприятию(лицу).

Этот вексель подлежит оплате в следующий срок: _____ (по предъявлению, по предъявлению или по предъявлению или по предъявлению, в определенный день)

Местом платежа является: _____ (город, село и т.п.)

Руководитель предприятия-векселедателя _____ М.П. _____

ГЛАВНЫЙ БУХГАЛТЕР предприятия-векселедателя _____

За кого выдан _____

Подпись авалиста _____ М.П. _____

Дата _____ М.П. _____

Серия _____ Номер 0010800 *

ПРОСТОЙ ВЕКСЕЛЬ

На сумму _____ рублей

Дата, место составления векселя _____

Предприятие (лицо) _____ (полное наименование и полный адрес составителя)

обязуется безусловно уплатить по этому векселю денежную сумму в размере _____ (словами прописью)

непосредственно предприятию (лицу) _____ (полное наименование и адрес получателя)

или по его приказу любому другому предприятию (лицу).

Этот вексель подлежит оплате в следующий срок: _____ (по предъявлению, по предъявлению или по предъявлению, в определенный день)

Местом платежа является _____

Руководитель предприятия-векселедателя _____ М.П. _____ Главный бухгалтер предприятия-векселедателя _____

ГЛАВНЫЙ БУХГАЛТЕР предприятия-векселедателя _____

За кого выдан _____

Подпись авалиста _____ М.П. _____

Дата _____ М.П. _____

Серия _____ № _____

ПРОСТОЙ ВЕКСЕЛЬ

На сумму _____
(цифрами)

Дата, место составления векселя _____

Предприятие (лицо) _____
(полное наименование и
полный адрес векселедателя)

обязуется безусловно уплатить по этому векселю денежную сумму
в размере _____
(сумма прописью)

и проценты из расчета _____ % (_____)
процентов годовых непосредственно предприятию (лицу) _____
(полное наименование и адрес получателя)

или его приказу любому другому предприятию (лицу).

Этот вексель подлежит оплате в следующий срок: _____
(по предъявлению, во всякое-либо время;
от предъявления или составления, в определенный день)

Местом платежа является _____

Руководитель предприятия векселедателя _____

Главный бухгалтер предприятия векселедателя _____

М. П.

ДЛЯ АВАЛЯ (ВЕКСЕЛЬНОЕ ПОРУЧИТЕЛЬСТВО)

За кого выдан _____

Кем выдан _____

Подпись авалиста _____ Дата _____
М. П.

ПРОСТОЙ ВЕКСЕЛЬ

№ 3464898

На сумму _____
(цифрами)

Дата, место составления векселя _____

Предприятие (лицо) _____
(полное наименование
и полный адрес векселедателя)

обязуется безусловно уплатить по этому векселю
денежную сумму в размере: _____
(сумма прописью)

непосредственно предприятию (лицу) _____
(полное наименование и адрес получателя)

или по его приказу любому другому предприятию
(лицу).

Этот вексель подлежит оплате в следующий
срок: _____
(по предъявлению, во всякое-либо время;
от предъявления или составления, в определенный день)

Местом платежа является: _____
(город, село и т.п.)

Печать предприятия _____ Подпись руководителя
векселедателя _____

Руководитель предприятия-векселедателя _____

Главный бухгалтер предприятия-векселедателя _____

ДЛЯ АВАЛЯ
(вексельное поручительство)

За кого выдан: _____
Подпись авалиста _____
Дата _____

Стандартный образец Минфина,
1999

- 1995 – осень 1997

- Более 3000 страховых компаний,
- более 660 инвестиционных фондов

Лишь немногие из них выжили

- В этот период, то есть с 1995 г. начинается разогрев рынка, пик которого приходится на осень 1997.
- Это выражается в увеличении числа инвестиционных фирм, расширении круга обращающихся ценных бумаг

Механизмы и сегменты, ставшие впоследствии основой рынка:

ММВБ

Московская
межбанковская валютная
биржа

**Стартовала валютными
аукционами в 1992 г.**

С 1995 – торги ГКО

Сегодня это одна из
крупнейших
универсальных бирж в
России, странах СНГ и
Восточной Европы



Закрытое акционерное общество «Фондовая биржа ММВБ»

Индекс ММВБ представляет собой взвешенный по эффективной капитализации **индекс рынка наиболее ликвидных акций российских эмитентов**, допущенных к обращению в ЗАО ФБ ММВБ и включенных в базу расчета индекса.

С 28 ноября 2002 года название «Сводный фондовый индекс ММВБ» заменено на **«Индекс ММВБ»**



В 1995 г. появляется крупнейший конкурент – группа РТС

Индекс РТС сначала рассчитывался на основании котировок 50 ценных бумаг наиболее капитализированных российских компаний.



В феврале 2001 г. Была введена в эксплуатацию система **RTS Board** – информационная система Фондовой биржи РТС, предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к торгам в РТС.

Является лидером в России по количеству котирующихся в ней ценных бумаг: 1 780 ценных бумаг
1 344 эмитентов.

15 ноября 2005 г. запущен режим анонимной электронной торговли. Здесь торгуются наиболее ликвидные акции Классического рынка.

А в 1995 сделки заключались по телефону ...

Ситуация на финансовом рынке в совокупности с финансовой политикой правительства и ЦБ в 1995-1998гг.

Низкая монетизация

Растущий государственный долг

Рост доли государства во внутреннем кредите

Высокая инфляция

Сверхвысокий процент

Сверхвысокие налоги при дефиците бюджета

Фиксированный валютный курс, ограничивающий экспорт и стимулирующий приток «горячих денег» под сверхвысокую доходность

Либерализация счета капиталов для спекулятивных иностранных инвесторов

Сложившиеся условия порождали высокую волатильность рынка

- Либерализация счета капиталов для спекулятивных иностранных инвесторов
- Сверхвысокий процент
- Азиатский кризис
- **Экстремальная волатильность**

Волатильность

изменчивость, непостоянство (от англ. *Volatility*)

- Статистический показатель, характеризующий тенденцию рыночной цены или дохода, изменяющихся во времени.
- Является важнейшим финансовым показателем в управлении финансовыми рисками.
- Выражается в абсолютном ($100\$ \pm 5\$$) или в относительном от начальной стоимости ($100\% \pm 5\%$) значении.
- **Историческая волатильность** — это величина, равная стандартному отклонению стоимости финансового инструмента за заданный промежуток времени, рассчитанному на основе исторических данных о его стоимости.
- **Ожидаемая волатильность** — волатильность, вычисленная на основе текущей стоимости финансового инструмента в предположении, что рыночная стоимость финансового инструмента отражает ожидаемые риски.

1999-2007

«отрочество рынка»

- Продолжают развиваться две национальные торговые системы:
ММВБ и РТС
- Устояла и укрепилась инфраструктура:
110 регистраторов, более 100 депозитариев
на конец 1999 г.
- Состоялся «естественный отбор»:
30-50% профессиональных участников, до
80% лицензий
прекратили существование

Количественные характеристики периода:

- Примерно в 30 раз возросли значения фондовых индексов
- Почти в 40 раз увеличились обороты рынка акций
- Восстановились рынки государственных и муниципальных ценных бумаг
- Заново создан сегмент корпоративных облигаций

Диверсификация

А) Функциональная:

- спекулятивная функция (изначальная)
- + инвестиционная
- + оценки бизнеса
- + перераспределение прав собственности
- + управление рисками

- Б) **Продуктовая:**
- + Сегменты корпоративных облигаций
- + Ипотечные ценные бумаги
- + Паи инвестиционных фондов
- + Опционы менеджеров

- **В) Институциональная:**
- Становление институциональных инвесторов (Страховые компании, инвестиционные фонды, фонды целевого капитала благотворительных организаций)
- Формирование полносервисных инвестиционных банков и финансовых групп...
- Консолидация фондовых бирж в две национальные сети (группы ММВБ и РТС) и т. д.

- **Г) Технологическая:**
- Введение в 1999 г. Интернет-трейдинга
→ массовый рынок мелких спекулянтов
- Распространение систем электронного документооборота (банкинга) и др.

- В итоге был создан фондовый рынок (рынок ценных бумаг) России, более крупный по размеру, чем рынки конкуренты стран ЦВЕ и Центральной Азии
- 65-75% от совокупных оборотов по региону

3.1.3. Создание двухуровневой банковской системы

- Рынок банковских ссуд еще более древний институт, чем рынок ценных бумаг.
- Понятие банка отождествлялось с менялами и их особыми столами в Древней Греции.
- Тогда банкиры назывались **трапезитами**

(от греческого трапеза, означающего «стол»)

Ими были обычно метеки – чужеземцы или рабы, отпущенные на волю.

В Западной Европе пионером банковского дела были Нидерланды



Фрагмент картины голландского живописца
Квинтента Массейса «Меняла с женой» (1514 г.)

Этот фрагмент часто используют в качестве художественной иллюстрации к книгам по истории возникновения банковского дела. (Легенда)

Сосредоточенным на своих занятиях людям **Массейс (1466- 1530)** противопоставляет изображенных на заднем плане болтающих людей, а в зеркале отражается человек, погруженный в чтение Библии.

Банковское дело не было образцом добродетели. Однако в силу потребностей общества в кредите отношение к нему становилось все более терпимым

- Двухуровневая банковская система – результат длительного развития экономики в целом и банковского дела, в частности
- Только такая банковская система, где центральный банк является резервным банком, банком банков, а коммерческие банки хранят в ЦБ обязательные резервы,
дает возможность регулировать количество денег в обращении, и, следовательно, воздействовать на экономику

В дореволюционной России классическая двухуровневая банковская система, по мнению специалистов, так и не сформировалась



Б.В. Ананьич.
Банкирские
дома в России.
1860-1914).
Очерки истории
частного
банкирского промысла в
России. М. Наука, 1991 г.

Особенностью банкирских домов было тесное сращивание с властью. Возникновение банков не обходилось без активного участия правительства. Попавшие в кризисное состояние в начале 20 в. банки получали кредиты от правительства, находились под его опекой.



Банкирские дома Рябушинских, братьев Поляковых, Гингсбургов и др. аккумулировали свободные денежные средства и направляли их в производство.

У Поляковых – винные откупы, военные заказы и железнодорожное строительство.

Банкирский дом «Юнкер и К0» был в основном магазином модных товаров и только к середине 19 в. перешел к регулярным банковским операциям

Банки в России были предприятиями более широкого профиля



У Рябушинских это – бумагопрядильная, ткацкая, красильно-отбельная и др. фабрики.

Воспользовавшись трудным положением Харьковского Земельного банка - одного из первых частных банков России (А.К. Алчевский , его создатель, начинал в горнодобывающей промышленности) - Рябушинские в 1901 г. через операции с акциями завладели банком и с тех пор стали непосредственно причастны к банковскому бизнесу.

На углу Спиридоновки и Малой Никитской по заказу Михаила Рябушинского архитектором Федором Шехтелем был построен особняк, сразу ставший культурной достопримечательностью: здесь хранилось собрание картин и икон Рябушинских. В 1930-е гг. Сталин пожаловал особняк вернувшемуся из Италии М.Горькому.



- Таким образом, создание адекватной рыночному механизму двухуровневой (резервной) банковской системы для России 1990-х гг. было принципиально новым делом.
- Становление такой системы на Западе произошло под влиянием банковских крахов и преследовало цель сделать банковскую систему более устойчивой.

Отличительные черты банковской системы в СССР от классической (рыночной) банковской системы

По типу собственности:

Государство –
единственный собственник

Многообразие форм
собственности

По степени монополизации

Монополия государства на
формирование банков

Любое юридическое или физическое
лицо может образовать свой банк

По количеству уровней в системе

Одноуровневая

Двухуровневая

По характеру банковской политики

Политика единого банка

Политика множества банков

По характеру взаимоотношений с государством

Государство отвечает по
обязательствам банка

Государство не отвечает по
обязательствам банков, банки не
отвечают по обязательствам государства

В 1987-1988 г. была проведена реорганизация банковской системы в духе специализации кредитных учреждений

- **Промстройбанк СССР** кредитование промышленности, строительства, транспорта и связи, Госснаба СССР и Академии наук СССР
- **Агропромбанк СССР** кредитование агропромышленного комплекса и потребительской кооперации
- **Жилсоцбанк СССР** кредитование отраслей непромышленной сферы, жилищно-коммунального хозяйства, государственной торговли, бытового обслуживания, легкой и местной промышленности, кооперативной и индивидуальной трудовой деятельности
- **Внешэкономбанк СССР** инвестирование приоритетных отраслей экономики, содействие привлечению иностранных инвестиций, внешний долг СССР, пенсионные накопления граждан и др.
- **Сбербанк СССР** кредитование потребительских нужд

При этом единым эмиссионным,
кассовым, расчетным и кредитным
центром страны оставался



Государственный Банк СССР

- Такая банковская система не могла соответствовать рыночной экономике и поэтому должна была быть радикально преобразована

- Формально возникновение двухуровневой банковской системы в РФ можно датировать декабрем 1990 г.
- Тогда Верховным Советом РФ были приняты Федеральные законы

«О Центральном банке Российской Федерации (Банке Росси

И

«О банках и банковской деятельности в РСФСР»



В соответствии с этими законами впервые после 1917 г. разрешалось создавать кредитные учреждения на паевой и акционерной основе.

Их могли создавать как юридические, так и физические лица с целью извлечения прибыли.

Коммерческие банки получили право:

- *привлекать деньги во вклады;*
- *размещать средства от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности и срочности;*
- *открывать и вести банковские счета юридических и физических лиц;*
- *осуществлять операции с иностранной валютой, драгоценными металлами и ценными бумагами*

**К запрещенным для банков
видам деятельности относились
производство, торговля и страхование**

**Таким образом,
в полном соответствии с концепцией
двухуровневой банковской системы,
кредитно-расчетное обслуживание
частного сектора стало
исключительной прерогативой
коммерческих банков**

В ноябре 1991 г. в связи с образованием Содружества Независимых Государств и упразднением союзных структур ВС РСФСР объявил Центральный банк РСФСР единственным на территории РСФСР органом государственного денежно-кредитного и валютного регулирования экономики республики. На него возлагались функции Госбанка СССР по эмиссии и определению курса рубля.



ЦБ РСФСР предписывалось до 1 января 1992 г. принять в свое полное хозяйственное ведение и управление материально-техническую базу и иные ресурсы Госбанка СССР, сеть его учреждений, предприятий и организаций.

В течение 1991-1992 гг. под руководством Банка России в стране **на основе коммерциализации филиалов спецбанков** была создана широкая сеть коммерческих банков. После упразднения Госбанка СССР была изменена система счетов, создана сеть **расчетно-кассовых центров (РКЦ)** Центрального банка и началась их компьютеризация.

ЦБ РФ начал осуществлять куплю-продажу иностранной валюты на организованном им валютном рынке, устанавливать и публиковать официальные котировки иностранных валют по отношению к рублю.



У истоков радикальных изменений банковской системы стоял **Георгий Матюхин**

— Госбанк, — говорит Матюхин, — был и государственным, и коммерческим, и Бог знает каким еще. Выдавал кредиты, давал деньги на зарплаты — нам в условиях появления коммерческих банков это было не нужно.

Закон о Центробанке провели через Верховный Совет легко, и уже в декабре я возглавлял Центральный банк РСФСР — организацию, созданную по совсем другому принципу, чем Госбанк СССР.



В 1991 г. Председателем Правления Госбанка СССР был В.В.Геращенко

Родился 21 декабря 1937 г. в Ленинграде. В 1960 г. окончил Московский финансовый институт. После окончания МФИ поступил на работу в Госбанк СССР, где начал трудовую деятельность в качестве бухгалтера. Затем в течение 5 лет в разных должностях работал во Внешторгбанке. Затем занимал руководящие должности в советских банковских структурах в Ливане, ФРГ, Сингапуре, Великобритании. С 1982 г.

работал в Банке внешнеэкономической деятельности СССР. В 1989 г. назначен на должность председателя правления Государственного банка СССР.



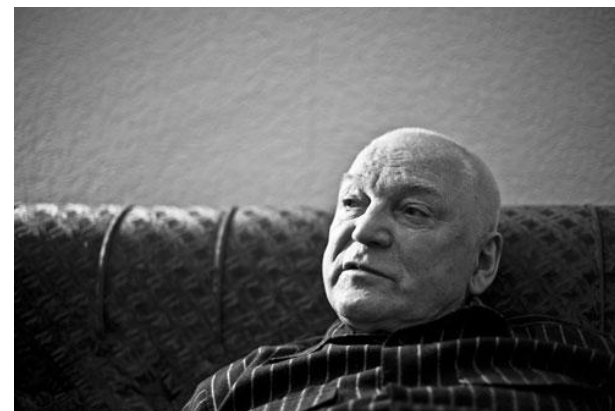
- Борьба между союзными и республиканскими структурами была персонифицирована в лице Г. Матюхина и В. Геращенко.
- Если М.Горбачев и Б. Ельцин еще пытались делать вид, что, хоть и не во всем согласны, но, по крайней мере, не конфликтуют, то В.Геращенко с Г. Матюхиным именно воевали: был случай, когда Матюхина с его мандатом от Ельцина охрана просто непустила в здание конторы Госбанка РСФСР

Матюхин был несравненно менее опытным банкиром, чем **Геращенко**, но как ни удивительно, в конфликте с союзным Госбанком российский Центробанк одерживал победу за победой. Когда в январе 1991г. было решено обменять 50-ти и 100-рублевые купюры на купюры нового образца («павловская реформа»), Геращенко открыто считал, что новому ведомству просто не по зубам такая операция, что она будет провалена. Но в течение двух дней все было обменено!

Региональные конторы Госбанка СССР Матюхин объявил Главными управлениями Центробанка России. Повышение в статусе и повышение зарплат обеспечили лояльность персонала на местах и успех мероприятия.



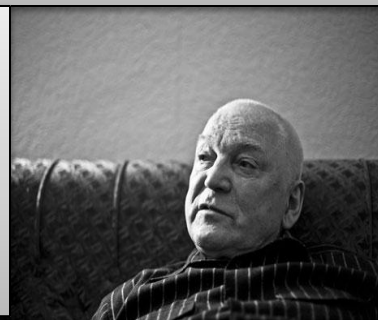
Тогда же стали создаваться расчетно-кассовые центры (РКЦ). «Даже Гайдар не понимал, зачем нам это нужно. ...Создание РКЦ сняло проблему взаимных неплатежей...



Из воспоминаний Г. Матюхина:

«Только в Москве нам удалось создать РКЦ не сразу. Московское главное управление меня уболтало – мол, зачем нам РКЦ, у нас такой компьютер есть. Ну и мы за это здорово поплатились – в марте 91-го застряли все московские платежи. Пришлось мобилизовать женщин из провинциальных управлений – привезли их в Москву, они ночами сидели у нас на Октябрьской, разбирали мешки с платежками. Разобрали. Потом и в Москве

«Денег на командировки у нас не было никаких, баланс был нулевой. А ездить было нужно, перенимать опыт, консультироваться. У нас же всей техники было – арифмометры да счеты, я компьютера-то в жизни не видел. Надо было ездить».



«И вот я писал – французам, немцам, англичанам: « У нас нет денег... Если вы оплатите...» Они оплачивали – и дорогу, и проживание, и еду. Ездили за счет принимающей стороны.»

«Сейчас даже трудно понять, что было главной бедой Центробанка в те времена – бедность или неопытность. Жулики – и внутренние, и внешние, окружали главное финансовое учреждение демократической России с самого прихода Бориса Ельцина к власти...»

Если говорить о становлении нижнего уровня банковской системы – о коммерческих банках, то надо отметить, что типичным для переходной экономики оказывается банковский бум

Для России можно выделить две волны бума:

1988-1991 КБ возникали на базе территориальных отделений специализированных банков. в 1988 г. был зарегистрирован первый коммерческий банк,

а к 1990-му г. их было около 800

1992-1993 Создаются отраслевые КБ на базе финансово-вых подразделений министерств.

В результате этих двух волн банковского бума Россия в 2 – 4 раза опережала ведущие европейские страны по числу жителей, приходящихся на 1 банк:

Россия	57
Великобритания	118
Германия	245
Франция	135
Италия	181

Правда, Россия существенно отставала от США, где в конце 1990-х гг. было ок. 12 тыс. коммерческих банков и 2 тыс. ссудо-сберегательных ассоциаций

Специфические черты коммерческих банков в переходной экономике

Активы: основной источник – остатки средств на текущих и расчетных счетах предприятий; льготное кредитование и субсидирование предприятий. Задолженность. Переоформлялась на государственный внутренний долг

Пассивы: доля бесплатных и дешевых статей (средства на расчетных и текущих счетах предприятий, средства бюджетов и фондов, средства на корреспондентских счетах, средства в расчетах) составляла 70%, а платных (депозиты физических и юридических лиц, займы банка) – 30%. В развитых странах это соотношение обратное

Российские КБ основные доходы получали , не за счет кредитования реального сектора экономики, а **в результате операций в финансовом секторе:** спекуляции на рынке иностранной валюты, государственных ценных бумаг и межбанковских кредитов

Вторая попытка стабилизации предпринимается в других институциональных условиях, но на прежней концептуальной основе (1993-1994)

	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	01	02	03	04	05
М2	8,0	20,8	30,0	12,0	-6,3	41,3	17,0	-1,0	10,8	13,5	13,6	8,8	7,2	12,3	16,5
ИПЦ	20,2	18,7	18,1	19,4	22,4	26,0	23,0	19,5	16,4	12,5	17,9	10,7	7,4	8,5	7,0
Промышл. продукция	-0,3	-0,6	-1,2	-1,9	-2,5	-2,5	-2,2	-2,5	-3,5	-4,1	-3,7	-2,5	-1,7	-1,6	-1,5

Лето-осень 1993 г. В начале года ушел из правительства Гайдар, ослабление денежной политики его не спасло. В правительство В. Черномырдина пришел Б.Федоров, декларировавший умеренную денежную политику, без шока, но одновременно начавший упорную борьбу с В. Геращенко.

В конце лета в правительстве снова появился Гайдар, и вместе с Федоровым они стали

Осенью 1993 г. на 20% был секвестирован бюджет

Политические изменения – разгон Верховного Совета, на парламентских выборах одерживает победу Жириновский. Гайдар и Федоренко – в отставку

Качественный скачок виден в 4 квартале 1993 и 1 квартала 1994. ... до октября 1994 г. инфляция замедлялась, тогда как денежная масса росла быстрее. Это создавало иллюзию, что так может продолжаться и дальше. **Посевная. Северный завоз.** Неоправданное завышение курса рубля. **11 октября 1994. Курс рубля за 1 день упал на 30%**

Третья попытка финансовой стабилизации (1995-1997)

- А.Н.Шохин, С.К.Дубинин
- По рекомендации МФВ было прекращено кредитование Центробанком бюджетного дефицита
- А. Б. Чубайс, председатель ЦБ Т.В.Парамонова, потом С. Дубинин
- Ноябрь 1994 министр финансов – В.Г. Пансков, мин. экономики Е.Ясин

1996 –

денежная масса увеличилась на **44,9**

инфляция – на **21,8%**