

Раздел 2. Денежно-кредитная и бюджетная сферы

2.1. Денежно-кредитная и валютная политика

Ключевым моментом при анализе процессов в денежно-кредитной сфере и в политике Центрального банка РФ в 2002 г. следует признать снижение внимания к проблемам данного сектора экономики России в целом. В частности, на протяжении всего года вопросы денежно-кредитного и валютного регулирования (за исключением, может быть, дискуссии относительно проекта нового Федерального закона «О валютном регулировании и валютном контроле») оставались на втором плане по сравнению с изменениями в налоговой сфере, реформированием бюджетного сектора и естественных монополий, вступлением России в ВТО, структурной политикой и со снижением темпов роста в реальном секторе экономики.

На фоне значительных изменений в перечисленных областях ситуация в денежной сфере (инфляционные процессы, изменения курса российской национальной валюты и динамика спроса на деньги) представляется достаточно стабильной и предсказуемой. Так, рост потребительских цен в 2002 г. замедлился по сравнению с 2001 г. и был близок к значениям, заложенным при разработке Федерального закона «О федеральном бюджете на 2002 г.» и в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2002 г.». Динамика изменений номинального обменного курса рубля к доллару США оставалась плавной на протяжении всего года, при этом сохранились умеренные темпы роста реального курса рубля. Большой волатильностью характеризуется динамика курса рубля к евро, что было вызвано, в первую очередь, колебаниями курса единой европейской валюты к доллару США на мировых рынках. Несмотря на смену руководства Банка России в марте 2002 г., политика денежных властей не претерпела резких изменений, продолжилась либерализация валютного контроля. В то же время круг инструментов денежно-кредитной политики в 2002 г. оставался практически таким же узким, как и в предыдущие годы: интервенции на валютном рынке и накопление остатков на счетах федерального правительства в ЦБ РФ. Однако с учетом слабой связи между денежным и реальным секторами экономики в России и отсутствием четко выделяемых каналов трансмиссии денежно-кредитной политики вопрос об актуальности расширения возможностей ЦБ РФ по проведению своей политики носит скорее теоретический, чем прикладной характер¹.

В целом в 2002 г. можно выделить следующие важные вопросы в денежно-кредитной сфере и валютной политике, которые будут более подробно рассмотрены ниже:

- рост роли немонетарных факторов (повышение регулируемых цен естественных монополий) в определении темпов роста потребительских цен одновременно с дальнейшим замедлением темпов инфляции;
- плавная динамика номинального обменного курса рубля, сохранение низких темпов реальной ревальвации российской национальной валюты и накопление золотовалютных резервов Банка России;

¹ Анализ возможности существования различных каналов денежной трансмиссии в экономике России был проведен в работе С. Дробышевского и А. Козловской «Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России». *Научные труды ИЭПП*, №45Р. М.: ИЭПП, 2002.



- смена руководства Центрального банка РФ;
- политика денежных властей в отношении либерализация валютного контроля;
- замедление капитализации банковской системы при одновременном ослаблении рационарования кредита и расширении предложения денег банковской системой путем кредитования частного сектора;
- рост доверия населения к банковским вкладам.

Инфляционные процессы

По итогам 2002 г. прирост индекса потребительских цен составил 15,1%, что на 3,5 п.п. ниже, чем в 2001 г. Помесячная динамика темпов прироста ИПЦ в 2001–2002 гг. приведена на *рис. 1*. Как видно из приведенного рисунка, в 2002 году усилилась внутригодовая волатильность инфляции. Товарная структура роста потребительских цен выглядит следующим образом: потребительские товары – 11,0%, непродовольственные товары – 10,9%, услуги – 36,2%. Наиболее высокие темпы роста цен отмечены на автомобильный бензин – 20,4% (-8,6% в 2001 г.), жилищно-коммунальные услуги – 48,8% (56,8%), медицинские услуги – 30,7% (22,5%), услуги пассажирского транспорта – 26,0% (25,3%) и связи – 37,6% (23,3%).



Источник: Госкомстат РФ.

Рис. 1

В январе 2002 г. темпы инфляции традиционно ускорились. Однако в прошедшем году январский скачок цен был сильнее, чем в 2001 г. (см. *рис. 1*). Инфляция в первом месяце 2002 г. (по ИПЦ) достигла 3,1% (около 44% в годовом исчислении), что является наивысшим показателем месячного прироста цен за последние три года (с февраля

1999 г.). Необходимо отметить, что основной прирост цен в январе 2002 г. пришелся на последние две недели месяца, после принятия Правительством РФ решений относительно повышения цен и тарифов на услуги естественных монополистов. Товарная структура прироста индекса потребительских цен подтверждает предположение относительно ведущей роли административных и сезонных факторов в определении темпов роста потребительских цен, тогда как вклад монетарных факторов был второстепенен. Так, индекс цен на медикаменты вырос на 5,2% (что в значительной степени объясняется отменой льготной ставки по НДС на данную категорию товаров), индекс цен на услуги – на 7,5%. Такой высокий темп роста цен на услуги (максимальный месячный прирост индекса цен на услуги с января 1996 года) обусловлен, в первую очередь, повышением цен на жилищно-коммунальные услуги (на 8,8%), на связь (18,0%) и на перевозки железнодорожным транспортом (18,9%).

Однако уже в начале февраля 2002 г. темпы роста ИПЦ стали резко снижаться. Таким образом, уже по итогам первых двух месяцев рост потребительских цен в 2002 г. отставал от соответствующего показателя 2001 г. (4,6% против 5,2%).

В мае 2002 г. прирост индекса потребительских цен составил 1,7%, что превысило значение предыдущего месяца на 0,5 п.п. По группе непродовольственных товаров особо необходимо отметить рост цен на бензин, который вызвал значительный общественный резонанс. В мае индекс розничных цен на бензин автомобильный составил 110,7%. В том числе низкооктановые марки бензина А-76 (АИ-80 и т.п.) стали дороже на 12,5%, АИ-92 (АИ-93 и т.п.) – на 10,5%, высокооктановые марки (АИ-95 и выше) – на 6,3%. Цены на топливо росли неравномерно по регионам. Наиболее значительное повышение было зафиксировано в Ульяновской области – 52,8%. В июне рост цен на бензин продолжался. Недельный прирост цен на бензин с 3 по 10 июня составил 3,7%, с 10 по 17 – 2,0%. Напомним, что аналогичный резкий рост цен на бензин в начале лета наблюдался и в 1999 г., что было связано с восстановлением цены на бензин в долларовом выражении до уровня 0,3–0,35 долларов за литр после девальвации рубля. Данный уровень, по-видимому, отражает равновесный уровень цены бензина на внутреннем рынке с учетом транспортных издержек и существующих физических ограничений на объем экспорта нефти. На протяжении последних двух лет темпы роста цен на бензин отставали от курса доллара (хотя разница в темпах была существенно меньше, чем в 1998–1999 гг.), и нынешний скачок имеет, по нашему мнению, схожую природу. Кроме того, весной 2002 г. были сняты законодательные ограничения на объем экспорта нефти, и в условиях высоких цен на нефть на мировом рынке внутренние цены также поднялись.

Среди немонетарных факторов, оказавших влияние на инфляционные процессы летом 2002 г., помимо упомянутых цен на бензин, следует отметить решение Правительства РФ (от 20.06.2002) о повышении тарифов на продукцию естественных монополий. В июле 2002 года тарифы на газ увеличились на 15%. Тарифы на электроэнергию, отпускаемую с ФОРЭМ, выросли на 2,4%, на грузовые железнодорожные перевозки тарифы – на 6,8%.

Таким образом, за первое полугодие 2002 г. инфляция в России (по ИПЦ) составила около 9,0% (в первом полугодии 2001 г. – 12,8%).

В июле–сентябре 2002 г. наблюдалось сезонное снижение темпов роста потребительских цен (до 0,1% в августе, см. *рис. 1*), в то же время продолжился значительный рост цен на жилищно-коммунальные услуги – увеличение составило 2,4% (в июле),



4,1% (в августе). Индекс потребительских цен в сентябре составил 100,4%, причем основное повышение пришлось на последнюю неделю – 0,3%. На плодоовощную продукцию цены продолжали снижаться – индекс по этой группе товаров составил в сентябре 90,1%. Индекс цен на услуги вырос на 2,8%. Здесь наиболее значительно подорожали услуги в области образования, что связывается с началом учебного года – рост цен составил 10,9%. По-прежнему наблюдался рост цен на жилищно-коммунальные услуги – увеличение составило 2,6%.

Начиная с октября рост ИПЦ ускорился. По данным Госкомстата РФ индекс потребительских цен в октябре составил 101,1, в ноябре – 101,6. Сезонный спад цен на плодоовощную продукцию в ноябре сменился быстрым ростом – индекс по этой группе товаров составил тогда 106,2. Индекс цен на услуги за два осенних месяца вырос на 4,4%. По этой группе наиболее значительное подорожание пришлось на пассажирский транспорт – рост цен составил 6,6% (в первую очередь, это произошло за счет городского транспорта) – и связь (5,9%).

В заключение нам хотелось бы остановиться на вопросе о вкладе монетарных и немонетарных факторов в темпы роста потребительских цен в посткризисные годы. В частности, необходимо отметить, что в 2002 г., впервые после кризиса 1998 г., рост цен производителей опережал рост потребительских цен. В 2002 г. прирост индекса цен производителей составил, по предварительным оценкам, 17,1%.

Для оценки относительного вклада монетарных и немонетарных факторов в темпы инфляции в 1999–2002 гг. мы построили коинтеграционное соотношение между накопленными индексами потребительских цен и номинальной денежной массы M_2 (за единицу принят уровень на конец августа 1998 г.). Такая формулировка предполагает, что к числу немонетарных факторов относятся все составляющие инфляции помимо собственно роста денежного предложения, то есть повышение регулируемых цен и тарифов, изменения спроса на реальные кассовые остатки и инфляционных ожиданий².

Оценивание параметров коинтеграционного соотношения (в предположении о наличии постоянного члена и линейного тренда) на месячных данных показало, что 1% прироста денежной массы M_2 приводит к приросту ИПЦ на 0,419% (стандартная ошибка – 0,081%), наклон линейного тренда равен минус 0,057% в месяц (стандартная ошибка – 0,008%). Декомпозиция прироста индекса потребительских цен с учетом рассчитанного вклада монетарных и немонетарных факторов в 1999–2002 гг. представлена в табл. 1.

² Выбор денежного агрегата M_2 сделан на основе результатов, полученных в работах ИЭПП: *Архинов С., Дробышевский С.* Моделирование динамики инфляции в 1992–1997 гг. // Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России, 1991–1997. М.: ИЭПП, 1998; *Дробышевский С., Козловская А.* Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России. *Научные труды ИЭПП*, №45Р. М.: ИЭПП, 2002. Оба ряда (индекса цен и денежной массы) являются интегрированными рядами первого порядка. Тест на коинтеграцию Йохансена свидетельствует в пользу гипотезы о наличии одного коинтеграционного соотношения между рассматриваемыми переменными (с учетом линейного тренда). Оцениваемое соотношение имеет вид: $P_t = \alpha M_2_t + \beta Trend$.

Таблица 1

**Вклад монетарных и немонетарных факторов в темпы прироста
ИПЦ в 1999–2002 гг.**

	Прирост ИПЦ	Монетарные факторы		Прочие (немонетарные) факторы	
		прирост ИПЦ	доля	прирост ИПЦ	доля
1999	36,6%	22,7%	62,1%	13,9%	37,9%
2000	20,1%	23,7%	117,9%	-3,6%	-17,9%
2001	18,8%	13,1%	69,8%	5,7%	30,2%
2002	15,1%	8,6%	57,2%	6,5%	42,8%

Как видно из представленных результатов, сдерживающее влияние на инфляцию со стороны спроса на деньги, то есть рост спроса на деньги вследствие роста экономической активности и снижения инфляционных ожиданий, наблюдалось лишь в 2000 г., обеспечив снижение ИПЦ на 3,6 п.п. по отношению к значению, рассчитанному на основе фактических темпов расширения денежного предложения в этом году. Кроме того, в 2000 г. наблюдался наибольший разрыв в темпах роста сводного индекса потребительских цен и регулируемых государством цен и тарифов (электроэнергия, железнодорожные перевозки, связь и т.д.)³.

В 1999 г., наоборот, жесткая денежно-кредитная политика была ключевым фактором сдерживания инфляции в условиях падения спроса на рублевые кассовые остатки и сохраняющихся высоких инфляционных ожиданий после девальвации рубля в 1998 г.. Так, по нашим расчетам, в условиях низких инфляционных ожиданий и стабильного спроса на реальные рублевые остатки ИПЦ в 1999 г. вырос бы на 22–25% (по факту – 36,6%).

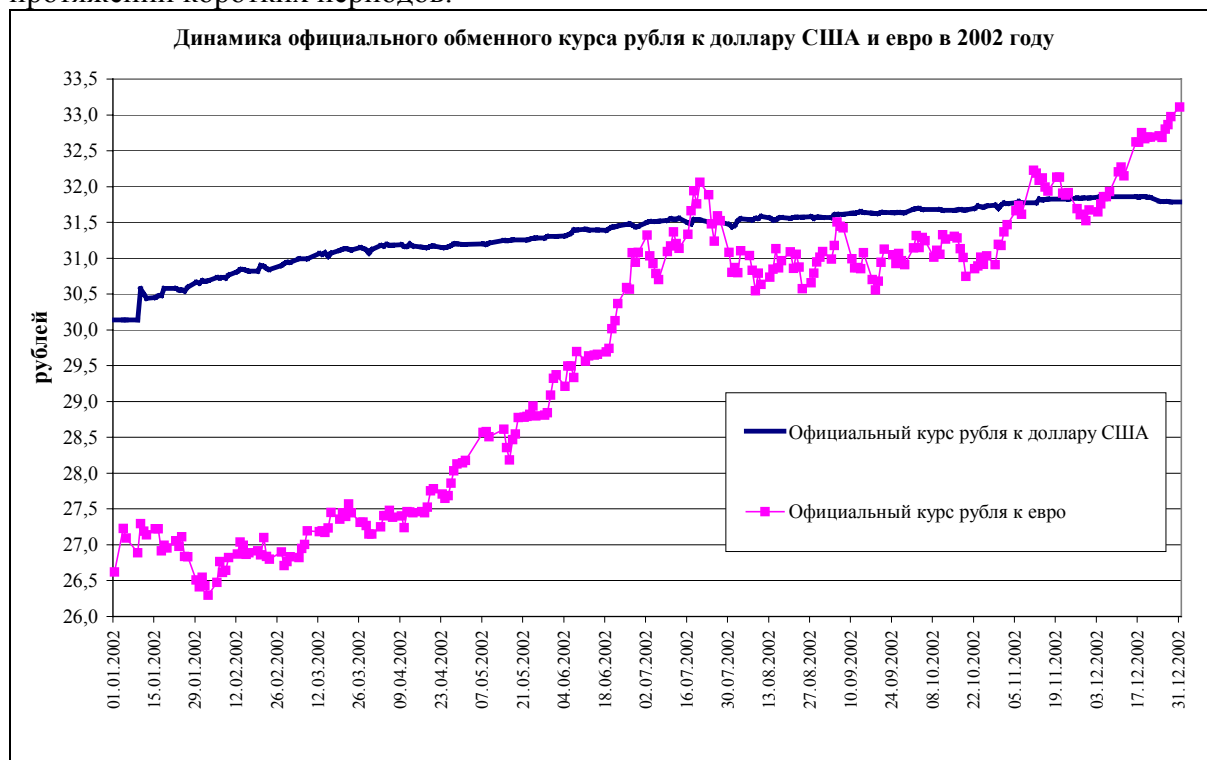
Расчеты показывают, что в 2001–2002 гг. собственно расширение денежного предложения обеспечивало меньший прирост потребительских цен по сравнению с наблюдавшимися значениями. На наш взгляд, это является следствием многократного повышения тарифов и цен на услуги естественных монополий в эти годы. При этом вклад данного фактора в итоговые значения инфляции составлял около 30% (5,7 п.п.) в 2001 г. и около 43% (6,5 п.п.) за одиннадцать месяцев 2002 г.

Полученные нами результаты свидетельствуют о том, что в настоящее время проведение последовательной денежно-кредитной политики само по себе не является достаточным для контроля над инфляционными процессами. Доля прироста цен, приходящаяся на немонетарные факторы (в первую очередь, повышение регулируемых цен) становится сопоставимой с долей монетарной составляющей. В этой связи возрастает актуальность координации политики Банка России с политикой Правительства РФ в области регулирования цен и тарифов на услуги естественных монополий (электроэнергетика, МПС, газ), реформирования системы субсидирования цен на социальные услуги (ЖКХ, общественный транспорт, образование, медицинское обслуживание), налоговой политики (в первую очередь, в части изменения и индексации косвенных налогов, например акцизов) и таможенной политики в отношении импорта (импортные пошлины).

³ См.: Российская экономика в 2000 году. Тенденции и перспективы. Вып. 22. М.: ИЭПП, 2001.

Валютный рынок и динамика обменного курса рубля

За 2002 г. официальный обменный курс рубля снизился на 5,46%, с 30,14 до 31,7844 рубля за доллар. Официальный курс рубля к евро за год упал на 25,0%, с 26,62 до 33,1098 рубля за евро. Динамика обменного курса рубля к доллару была достаточно плавной практически на протяжении всего года, тогда как курс рубля к евро испытал значительные колебания (см. *рис. 2*) вслед за движением курса евро на мировых валютных рынках (см. *рис. 3*). Активность игроков на валютном рынке наблюдалась лишь на протяжении коротких периодов.



Источник: ЦБ РФ.

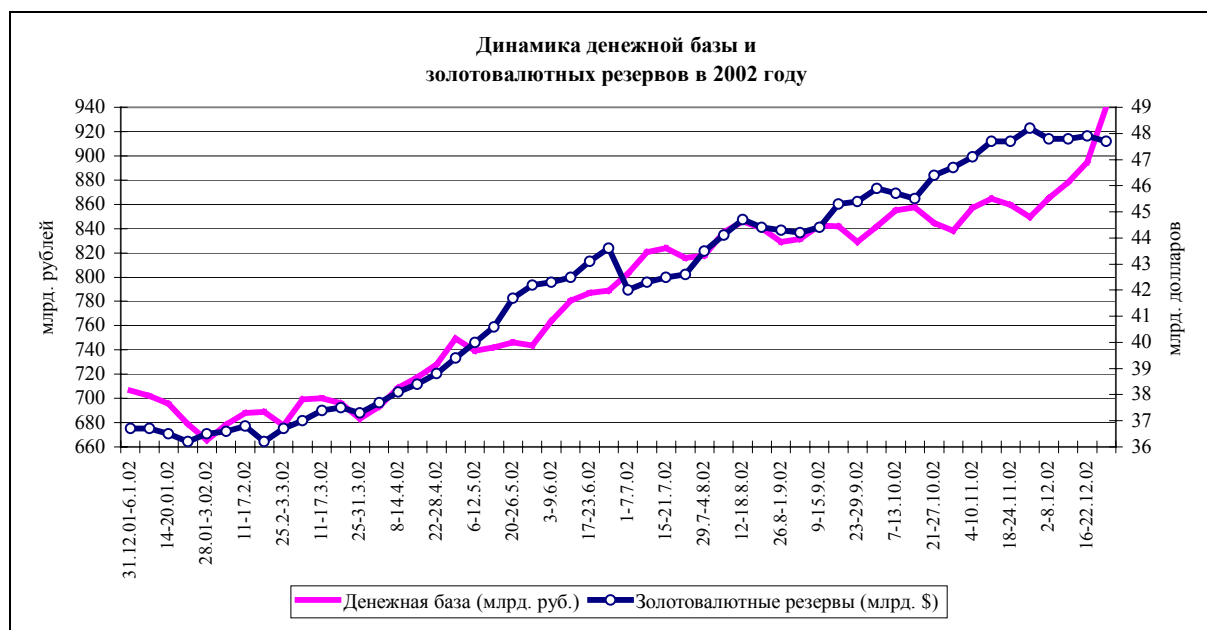
Рис. 2

Быстрый рост курса доллара наблюдался, фактически, лишь в январе 2002 г. После начала торгов на валютном рынке уже в первый день доллар подорожал на 1,45%, с 30,14 до 30,575 рубля. В дальнейшем атаки на курс рубля продолжились, несмотря на сокращение свободных средств у коммерческих банков. В январе Банк России неоднократно предпринимал масштабные валютные интервенции для сглаживания динамики курса рубля и, по косвенным оценкам, потратил около 1,3 млрд долларов из своих резервов. Однако итоговое снижение золотовалютных резервов оказалось значительно более скромным – около 500 млн долларов США: по всей видимости, ЦБ РФ осуществлял арбитраж между утренней и дневной сессиями, покупая валюту при повышении курса рубля. Кроме того, был отмечен рост невалютной составляющей в резервах, в частности золота.



Рис. 3

Смена председателя Банка России также оказала слабое влияние на динамику котировок доллара, более того, после ухода В. Геращенко рубль сохранил некоторую тенденцию к номинальному укреплению. В то же время основным фактором, способствовавшим стабилизации валютного рынка весной 2002 г., на наш взгляд, стало сезонное изменение ситуации с торговым балансом. Традиционно (данная тенденция впервые отчетливо проявилась весной 1995 г.) в марте–мае предложение валюты на рынке превышает спрос, и номинальный курс рубля стабилизируется либо растет (за исключением случая 1998 г., связанного с развитием общего финансового кризиса в России). В целом, в марте–мае 2002 г. резервы Банка России увеличились на 5,5 млрд долларов США (15,2%), в том числе в мае – примерно на 2,5 млрд долларов, и к началу июня они достигли 41,7 млрд долларов. В июле 2002 г. Банк России изменил методику расчета своих золотовалютных резервов, исключив из них краткосрочные валютные обязательства ЦБ РФ, что, по мнению Банка, позволило «повысить информативность данного показателя». В результате перерасчета объем резервов снизился примерно на 1,5 млрд долларов США, однако общая динамика показателя не изменилась (см. рис. 4).



Источник: ЦБ РФ.

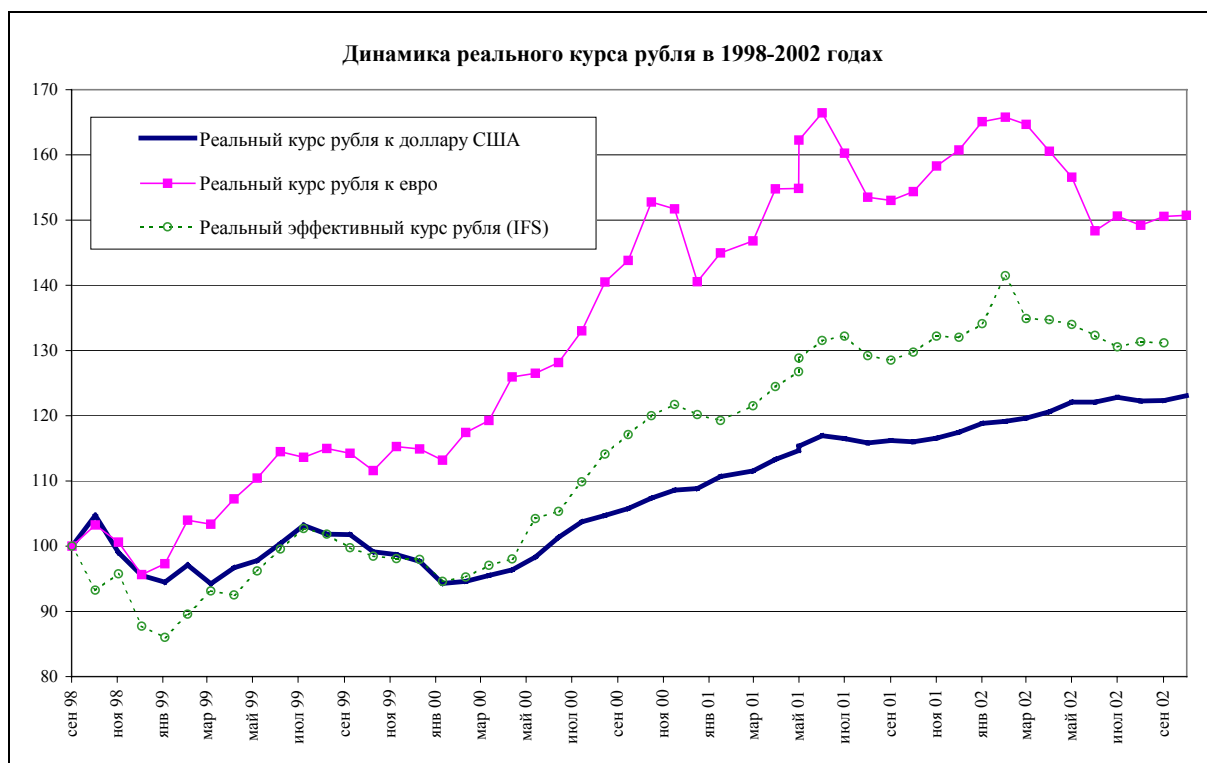
Рис. 4

В сентябре 2002 г. были опубликованы Указания Банка России, устанавливающего новый порядок обязательной продажи части экспортной валютной выручки юридических лиц с 1 декабря 2002 г. В частности, этот документ предоставляет право банкам осуществлять обязательную продажу иностранной валюты на внебиржевом рынке. Иными словами, значительная часть оборота валютного рынка выводится из-под контроля Центрального банка РФ, курс рубля на внебиржевом рынке в большей степени подвержен манипулированию со стороны участников каждой отдельной сделки. Однако возникающий в этой связи вопрос относительно методики установления ежедневного официального курса рубля к иностранным валютам остался непроясненным.

В условиях грядущей потери монопольного положения ММВБ в ноябре приняла решение о радикальном снижении комиссии по сделкам с валютой на ЕТС. Комиссия по сделкам с долларами США снижена в 30 раз – с 0,06% до 0,002% объема сделки. Кроме того, биржа отменила предварительное депонирование денежных средств для участия в торгах. Теперь для совершения сделки на ЕТС достаточно зарезервировать 1,5% объема планируемых операций.

К концу 2002 г. объем золотовалютных резервов Банка России достиг 47,79 млрд долларов США. Доля золота в резервах не превышает 7,85%.

В 2002 г. наблюдались разнонаправленные тенденции в динамике реального курса рубля в зависимости от выбранной иностранной валюты (см. рис. 5). Так, за первые десять месяцев реальный курс рубля по отношению к доллару США (рассчитанный на основе данных о динамике номинального курса рубля к доллару США и темпов роста потребительских цен в России и США) вырос на 4,75%. Рост реального курса рубля к доллару США по отношению к сентябрю 1998 г. составил 23,0%. В то же время реальный курс рубля по отношению к евро за январь–октябрь 2002 г. снизился на 6,21%, вернувшись на уровень конца 2000 – начала 2001 г. По отношению к максимальному значению в 2002 г. (февраль) падение реального курса рубля к евро достигло 9,1%.



Источники: International Financial Statistics, расчеты ИЭПП.

Рис. 5

Реальный эффективный курс рубля (рассчитанный с учетом структуры экспорта) фактически двигался согласованно с реальным курсом рубля к евро. Согласно данному показателю реальное ослабление рубля за первые девять месяцев 2002 г. достигло 0,63% (в 2001 г. реальный эффективный курс рубля вырос на 11,1%). В конце июля 2002 г. реальный эффективный курс опустился на уровень сентября 2001 г. Максимальное значение курса было достигнуто также в феврале (+36,2% по отношению к сентябрю 1998 г.).

Политика денежных властей

Как уже отмечалось выше, ключевым событием в области политики денежных властей России в 2002 г. стала смена руководства Банка России в марте. При этом необходимо отметить отсутствие резких перемен в проводимой денежно-кредитной политике. Уже в своих первых выступлениях новый председатель ЦБ РФ С. Игнатьев подтвердил приоритетность политики накопления золотовалютных резервов и сохранения низких темпов удорожания российской национальной валюты. Вместе с тем Банк России не стал вносить коррективы в заявленные темпы роста денежных агрегатов в 2002 г., а также ускорять процесс либерализации валютного регулирования и валютного контроля.

Ряд событий, имеющих прямое отношение к денежно-кредитной политике РФ, произошел в апреле 2002 г. 1 апреля Верховный суд РФ удовлетворил иск Московской фондовой биржи (МФБ) о признании противоречащей законодательству РФ инструкции ЦБ РФ об обязательной продаже валютной выручки экспортерами исключительно



через уполномоченную торговую площадку (фактически на единой торговой сессии на ММВБ). Данное решение суда разрешало экспортерам продавать валюту в пределах нормы обязательной продажи (50%) на любой бирже, имеющей право на проведение валютных торгов, а также на межбанковском рынке. Как было отмечено выше, после ряда судебных процессов, последний из которых был выигран Центральным банком (решение Президиума ВС от 01.08.2002 г.), совет директоров Банка России 23.08.2002 г. принял решение о том, что обязательная продажа части экспортной валютной выручки юридических лиц осуществляется через уполномоченные банки на межбанковских валютных биржах, непосредственно Центральному банку Российской Федерации, на внебиржевом межбанковском валютном рынке либо обслуживающему резидента уполномоченному банку. Таким образом, монополия валютных бирж ликвидируется.

На наш взгляд, экономические последствия такого развития ситуации будут иметь скорее негативный характер. Единственным положительным следствием можно признать ликвидацию монополии ММВБ на проведение данных операций и, как следствие, снижение издержек на конвертацию валюты для всех участников валютного рынка (в первую очередь, за счет снижения комиссионных биржи)⁴. В то же время ликвидация единого валютного рынка, во-первых, снижает возможности Банка России по проведению валютной политики и поддержанию курса российской национальной валюты. Во-вторых, увеличиваются возможности для спекулятивно настроенных игроков для атаки на курс рубля и дестабилизации рынка. В-третьих, создаются условия для формирования различных схем фиктивной продажи валютной выручки экспортерам и аффилированным банкам на межбанковском рынке или на мелких биржах. В-четвертых, до настоящего времени остается непроработанной методика определения официального курса рубля к иностранным валютам.

9 апреля Банк России, впервые с ноября 2000 г., понизил ставку рефинансирования. Ее новый уровень составляет 23% годовых, что является наименьшим значением с ноября 1997 г. Необходимо отметить, что, как и ранее, данное решение ЦБ РФ носило преимущественно знаковый характер и направлено на формирование ожиданий дальнейшего снижения уровня инфляции и процентных ставок в экономике, поскольку фактически механизм рефинансирования банков до настоящего времени не действует, а текущие процентные ставки по кредитам и государственным ценным бумагам находятся значительно ниже уровня ставки рефинансирования. Следующее снижение ставки рефинансирования было осуществлено 7 августа 2002 г., до 21% годовых.

Другим важным событием в части реализации денежно-кредитной политики мы считаем выход Пенсионного фонда РФ на рынок внутреннего долга РФ. В частности, в апреле 2002 г. ПФ РФ приобрел на первичных аукционах ГКО и ОФЗ на сумму около 3 млрд рублей, обеспечив значительную часть спроса на облигации. Очевидно, что появление такого крупного институционального инвестора увеличило ликвидность на рынке ГКО–ОФЗ и способствовало дальнейшему снижению доходности по облигациям. Кроме того, вложения Пенсионным фондом РФ свободных средств в государственные ценные бумаги (при условии покупки их у ЦБ РФ на вторичном рынке) могут рассматриваться в качестве одной из мер, направленной на стерилизацию рублевых интервенций ЦБ РФ, осуществляющего накопление золотовалютных резервов, что аналогично

⁴ Как мы отмечали выше, ММВБ пошел на многократное снижение комиссионных уже в ноябре 2002 г.

размещению Министерством финансов РФ средств, полученных на аукционах по размещению долговых обязательств, на счетах органов власти в ЦБ РФ.

В рамках политики по усилению значения процентных ставок в качестве средства денежно-кредитного регулирования Банком России был введен новый инструмент. 26 сентября 2002 г. действующая система рефинансирования кредитных организаций дополнена использованием сделок «валютный своп». При проведении сделок «валютный своп» Банк России будет осуществлять покупку долларов США за российские рубли сроком «сегодня» по официальному курсу доллара США к российскому рублю (базовому курсу) с их последующей продажей сроком «завтра». Речь фактически идет о предоставлении коммерческим банкам кредитов «overnight» под обеспечение иностранной валютой.

Осенью 2002 г. стали проясняться направления либерализации валютного законодательства. Одобренный в целом 14 ноября законопроект предусматривает обязательную репатриацию валютной выручки в срок до 180 дней и возможность введения Банком России ограничений на проведение капитальных операций – так называемого режима счета (перечня разрешенных операций) и обязательного резервирования до 20% от суммы сделки на срок до одного года при ввозе валюты и до 100% на два месяца – при вывозе. За ЦБ РФ также закреплено право требовать от резидентов предварительной регистрации при открытии счетов в валюте за пределами России. Верхний предел норматива обязательной продажи валютной выручки установлен на уровне 30%. Все ограничения, кроме 100%-ной репатриации, предполагается отменить с 1 января 2007 г.

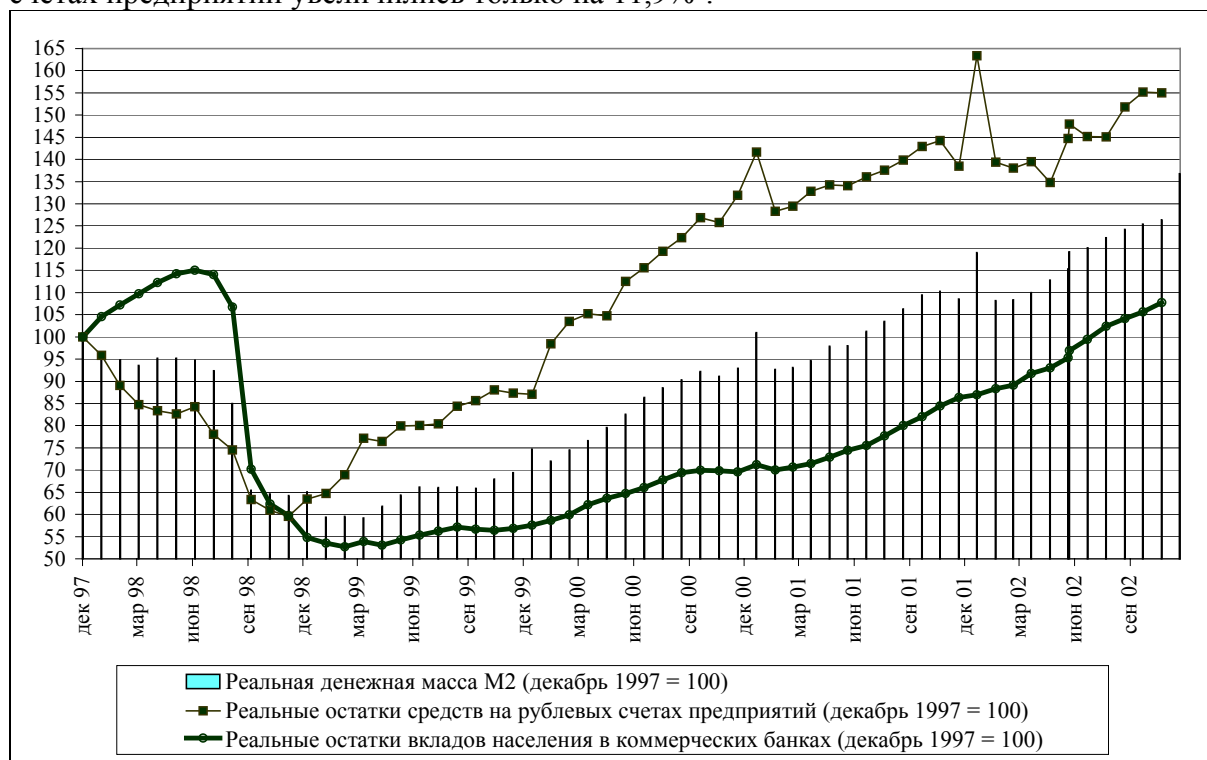
Принятые Банком России и Правительством РФ и одобренные Государственной Думой РФ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2003 г.» называют снижение инфляции в качестве основной цели денежных властей на 2003 г. Согласно документу Центральный банк РФ направит основные усилия на снижение уровня инфляции в 2003 г. до уровня 10–12%. Базовая инфляция, то есть показатель, очищенный от сезонных колебаний и повышения администрируемых цен, по расчетам Центрального банка РФ должна находиться на уровне 8,0–8,5%. Банк России продолжит следовать политике плавающего курса. По расчетам ЦБ РФ прирост денежной массы (по агрегату M_2) должен составить в 2003 г. 20–26%.

Динамика денежного предложения и спроса на деньги и кредитная экспансия банковской системы

По итогам 2002 г. прирост денежной массы M_2 составил 32,26%, увеличившись с 1602,6 до 2119,6 млрд рублей. В то же время узкая денежная база за весь 2002 г. выросла на 32,72%, широкая денежная база (резервные деньги) – на 32,73%. Рост объема наличных денег в обращении (M_0) в 2002 г. достиг 30,82%. Таким образом, реальная денежная масса (по агрегату M_2) в 2002 г. увеличилась на 14,9%. Коэффициент монетизации экономики ($M_2/ВВП$), по предварительным оценкам, также вырос – до 19,36% против 17,72% в конце 2001 г. Доля наличных денег (M_0) в M_2 составляет около 36%.

Как видно из *рис. 6*, прирост реальных кассовых остатков в 2002 г. произошел, в основном, за счет увеличения денежных средств на счетах и во вкладах физических лиц в банках. За 12 месяцев, с ноября 2001 г. по ноябрь 2002 г., прирост реальных остатков

рублевых вкладов населения составил 24,8%, тогда как реальные остатки на рублевых счетах предприятий увеличились только на 11,9%⁵.



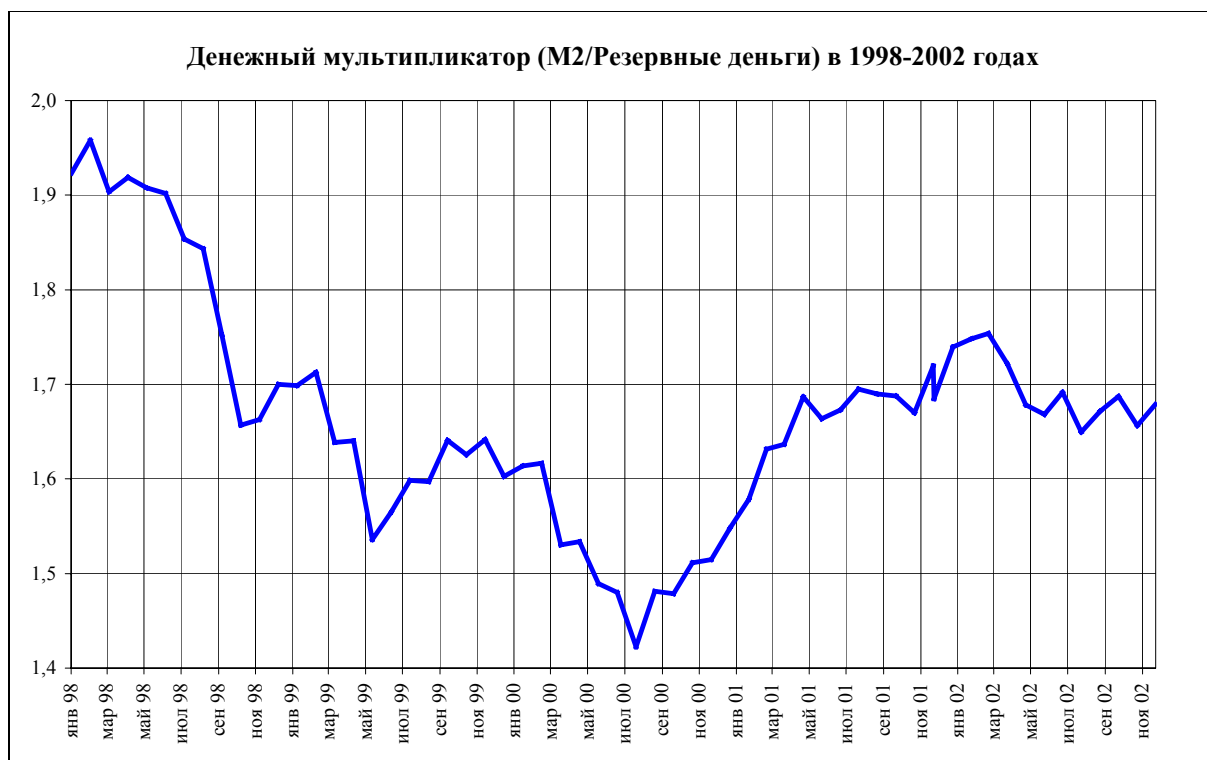
Источники: Центральный банк РФ, Госкомстат РФ, расчеты ИЭПП.

Рис. 6. Реальные рублевые кассовые остатки в 1998–2002 гг.

Структура резервных денег в 2002 г. оставалась стабильной. Доля наличных денег колебалась на уровне 60–65%, тогда как объем неработающих резервов (остатки на корреспондентских и депозитных счетах коммерческих банков в Банке России) не превышал 23–25% от общего объема резервных денег. Таким образом, структура денежной базы в 2002 г. была аналогична той, которая наблюдалась в 1997 г., в период наивысшего развития финансового рынка и максимального использования коммерческими банками имеющихся в их распоряжении средств.

Динамика денежного агрегата M_2 и резервных денег свидетельствуют о резком снижении денежного мультипликатора весной и в начале лета 2002 г. (см. рис. 7), после того как в марте был достигнут послекризисный максимум – 1,75. К концу лета 2002 г. значения мультипликатора опустились до 1,65–1,67, что соответствует уровню середины 2001 г., когда данный показатель оставался стабильным на протяжении восьми месяцев подряд. По нашему мнению, данный факт объяснялся достижением предельного уровня монетизации экономики при текущем состоянии финансовых рынков и банковской системы. Несмотря на рост кредитования экономики банками, цепочки мультипликации денег остаются достаточно короткими.

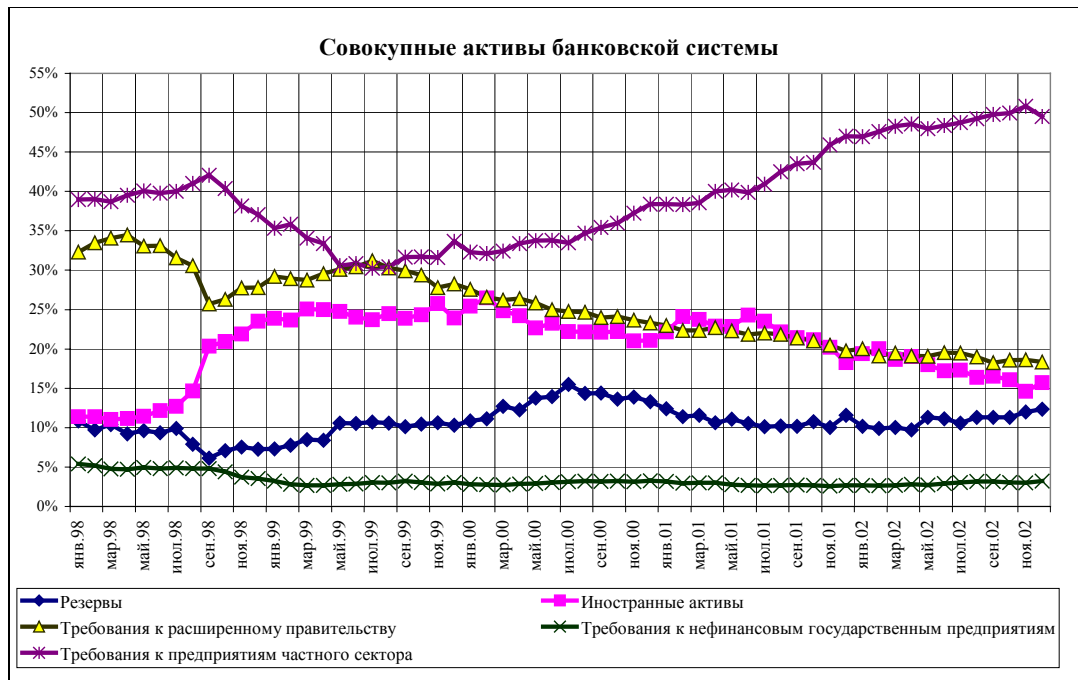
⁵ Сопоставление с декабрем 2001 г., по нашему мнению, не будет корректным из-за высокой волатильности реальных остатков на счетах предприятий в декабре–январе, связанных с сезонными факторами.



Источник: Центральный банк РФ.

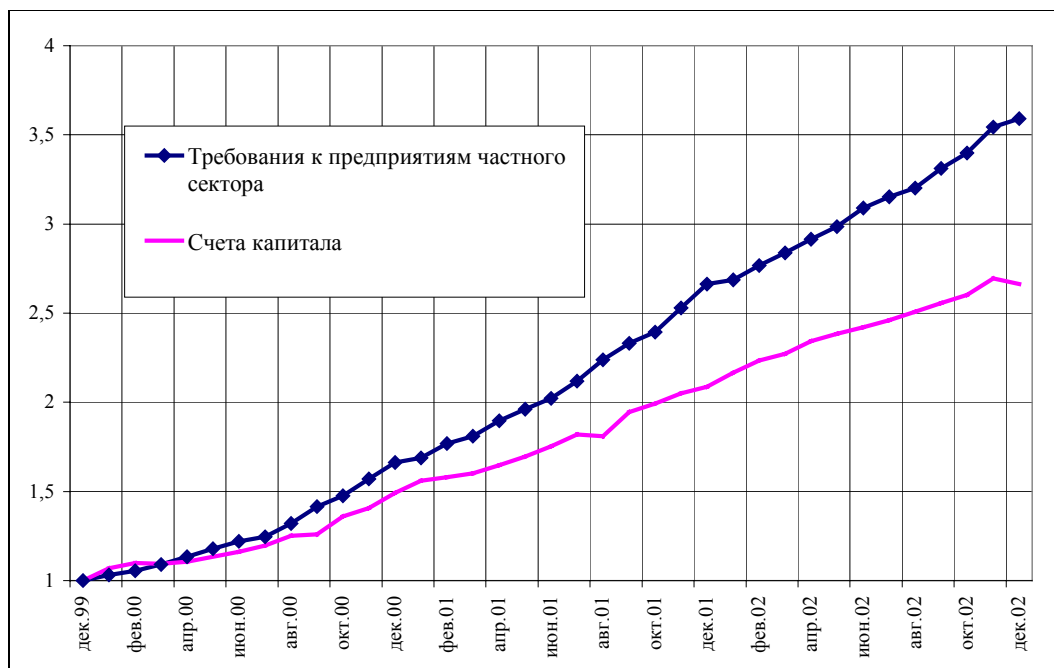
Рис. 7

Вместе с тем необходимо отметить, что с точки зрения предложения денег ситуация в 2002 г. может быть охарактеризована как имеющая признаки «кредитного бума». Анализ структуры активов банковской системы (см. рис. 8) показывает, что требования к предприятиям частного сектора были единственной растущей составляющей, и в 2002 г. их доля увеличилась с 45 до 50% всех активов. В номинальном выражении рост составил около 34,9%, с 1389 до 1873 млрд. рублей. Рост доли кредитов произошел за счет снижения долей требованиям к расширенному правительству (с 20 до 18,5%) и иностранных активов (с 20 до 15,5%). Доля резервов на протяжении всего периода оставалась стабильной на уровне около 10–12% всех активов.



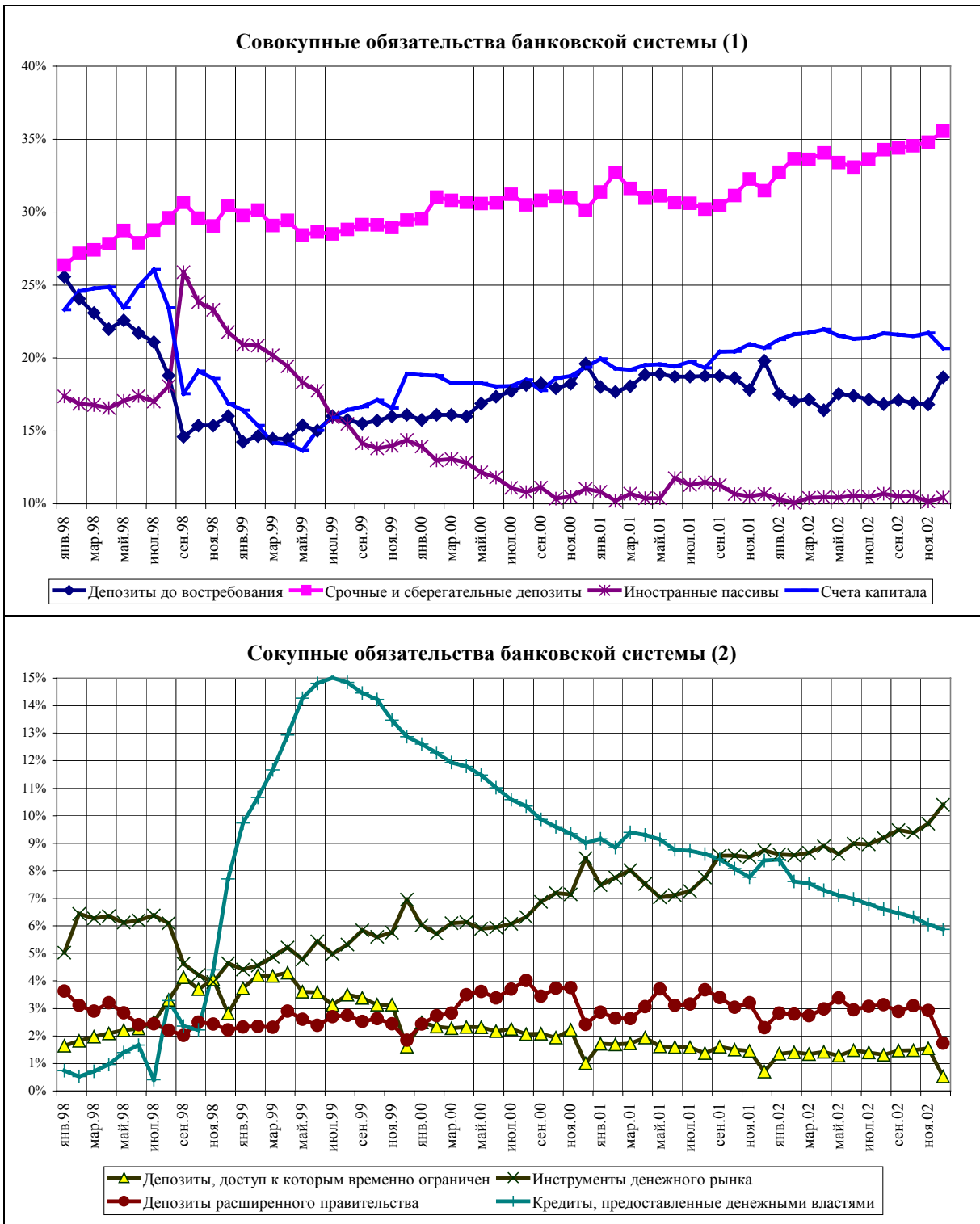
Источник: Центральный банк РФ.

Рис. 8. Структура совокупных активов банковской системы



Источник: Центральный банк РФ.

Рис. 9. Динамика требований к предприятиям нефинансового сектора и счетов капитала банковской системы РФ в 2000–2002 гг.



Источник: Центральный банк РФ.

Рис. 10. Структура совокупных обязательств банковской системы



Однако наблюдаемая положительная динамика кредитов нефинансовому сектору, по нашему мнению, в среднесрочной перспективе (до 2 лет), при сохранении текущих тенденций, несет в себе угрозу стабильности банковской системы. Как показано на *рис. 9*, за последние два года требования к нефинансовому сектору (в номинальном выражении) росли в 1,35 раза быстрее, чем счета капитала, то есть собственные средства банковского сектора. Таким образом, при сохранении указанной диспропорции набранные темпы кредитования могут быть сохранены только за счет увеличения остатков средств на счетах клиентов и притока в банковский сектор средств населения.

Произошедшие в последние два года изменения в структуре обязательств банковской системы (см. *рис. 10*) подтверждают высказанный тезис о диспропорциях в динамике кредитов и собственных средств банков. Наиболее быстрыми темпами в 2002 г. увеличивались доли срочных и сберегательных депозитов (с 32 до 36% совокупных обязательств) и инструментов денежного рынка (с 8 до 10,5%). В то же время доля иностранных обязательств упала до беспрецедентно низкого уровня – 10% от всего объема обязательств.

Состояние платежей и расчетов предприятий и организаций

В 2002 г. (январь–октябрь) тенденции по сокращению неплатежей в экономике продолжились. Суммарный накопленный уровень кредиторской задолженности предприятий и организаций продолжал расти в номинальном выражении, а в долях ВВП стабилизировался на уровне около 45% (см. *рис. 11*). Просроченная задолженность предприятий и организаций в долях ВВП продолжала снижаться и составила к концу октября 2002 г. порядка 11%. Объем задолженности перед поставщиками составил менее 5%. Отметим, что такое соотношение товарного кредита к ВВП соответствует аналогичным показателям развитых стран. Так, во Франции уровень коммерческого (задолженность перед поставщиками или покупателей) кредита в 1989 г. соответствует 38% относительно ВВП, просроченного – 17%; в Финляндии – 20% и 9%, в Великобритании – 20% и 12%, в Швеции – 21 и 8% соответственно⁶.

⁶ См.: Schaffer M.E. Do firms in transition have soft budget constraints? A reconsideration of concepts and evidence // Journal of Comparative Economics, 1998, 26(1). P. 80–103.



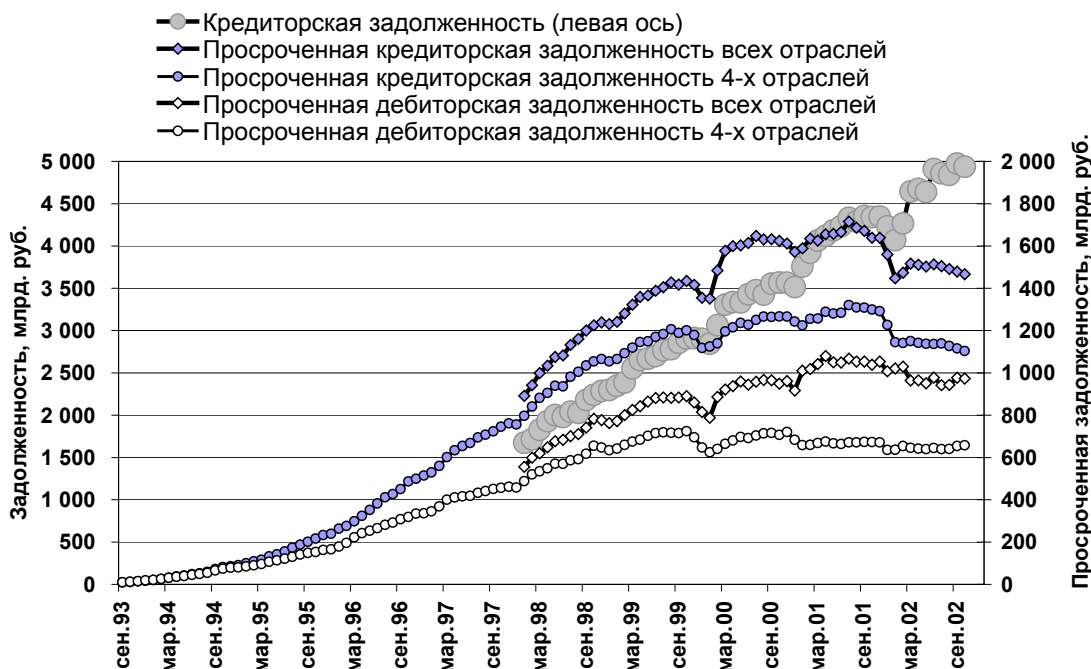
* До 1997 г. включительно по четырем отраслям.

** Оценка (январь–октябрь 2002 г.).

Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Примечание: суммарная просроченная задолженность предприятий и организаций включает просроченную кредиторскую задолженность и просроченную задолженность перед банковской системой. В свою очередь, кредиторская задолженность складывается из задолженности перед поставщиками, бюджетами всех уровней и внебюджетными фондами, задолженности по заработной плате и прочими кредиторами. До 1998 г. Госкомстат РФ публиковал статистику неплатежей по четырем отраслям экономики (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, строительство). Начиная с 1998 года суммарная задолженность в экономике рассчитывается по всем отраслям.

Рис. 11. Динамика накопленного уровня неплатежей в долях ВВП с 1993 по 2002 гг.



Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Рис. 12. Динамика просроченной кредиторской и дебиторской задолженности всех отраслей экономики и отраслей промышленности, сельского хозяйства, строительства и транспорта (4-х отраслей) в текущих ценах

Доля просроченной задолженности в суммарной продолжала сокращаться и к октябрю 2002 г. опустилась ниже 30% (максимум наблюдался в 1998 г. и составил тогда 55%, см. рис. 13).

За десять месяцев 2002 г. просроченная кредиторская задолженность снизилась на 6% (93,5 млрд руб.) относительно накопленного уровня, просроченная дебиторская – на 3,4% (33,7 млрд руб.). В соответствующие периоды 2001 г. наблюдался рост просроченной кредиторской и дебиторской задолженности (4,3 и 13,3% соответственно). Основное снижение кредиторской просроченной задолженности произошло в январе 2002 г. и составило 113 млрд руб. Причем на 94% (106 млрд руб.) сокращение произошло за счет снижения давних долгов – просроченной задолженности со сроками свыше 3 месяцев. Учитывая невысокие объемы списания задолженности на финансовые результаты (см. табл. 2), можно говорить, что снижение неплатежей связано с реструктуризацией и прямым погашением задолженности. Наибольшие сокращения просроченной задолженности произошли перед бюджетом, внебюджетными фондами и поставщиками (35, 32 и 71 млрд руб. или 11,1, 4,3 и 22,7% от накопленного уровня соответственно). Прочие виды задолженности увеличились на 44,6 млрд руб. (24,6% к уровню накопленной задолженности).

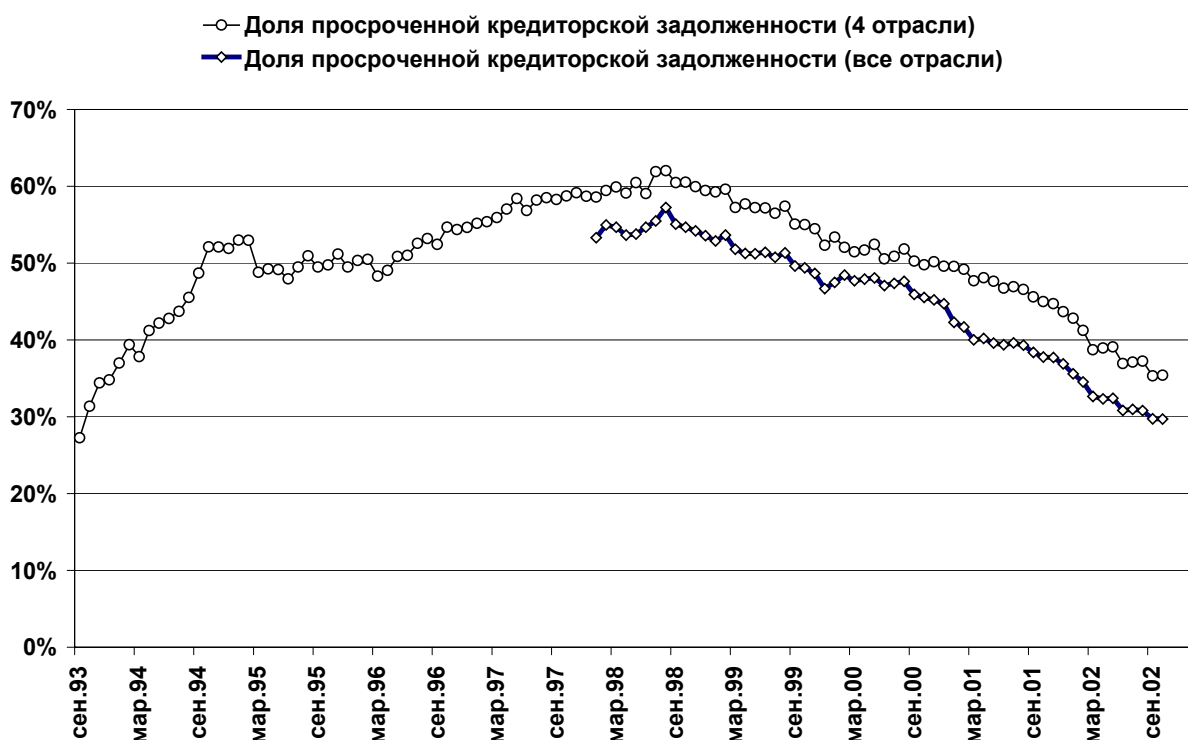
Таблица 2

Объемы списания задолженности хозяйствующих субъектов с истекшими предельными сроками давности на финансовые результаты

Период	Кредиторская задолженность, списанная на прибыль			Дебиторская задолженность, списанная на убыток		
	всего, млн. руб.	в % к просроченной кредиторской задолженности	в % к годовому приросту просроченной кредиторской задолженности (включая списанную)	всего, млн. руб.	в % к просроченной дебиторской задолженности	в % к годовому приросту просроченной дебиторской задолженности (включая списанную)
1997	874	0.1%	0.4%	1 921	0.4%	1.5%
1998	2 777	0.2%	0.7%	7 990	1.0%	3.2%
1999	5 597	0.4%	4.3%	12 420	1.5%	19.1%
2000	6 598	0.4%	3.0%	21 955	2.4%	17.8%
2001	10 185	0.7%	-774.5%	25 783	2.6%	22.1%
2002*	6 999	0.5%	-8.1%	15 201	1.6%	-82.2%

*Январь–октябрь 2002 г.

Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.



Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Рис. 13. Динамика доли просроченной кредиторской задолженности в общей кредиторской задолженности

Переход на денежные виды расчетов подразумевает расширение транзакционного спроса на денежные остатки. По-видимому, это является одним из факторов стабильного роста объемов денежной массы в последние несколько лет. Начиная с 2001 г. объем

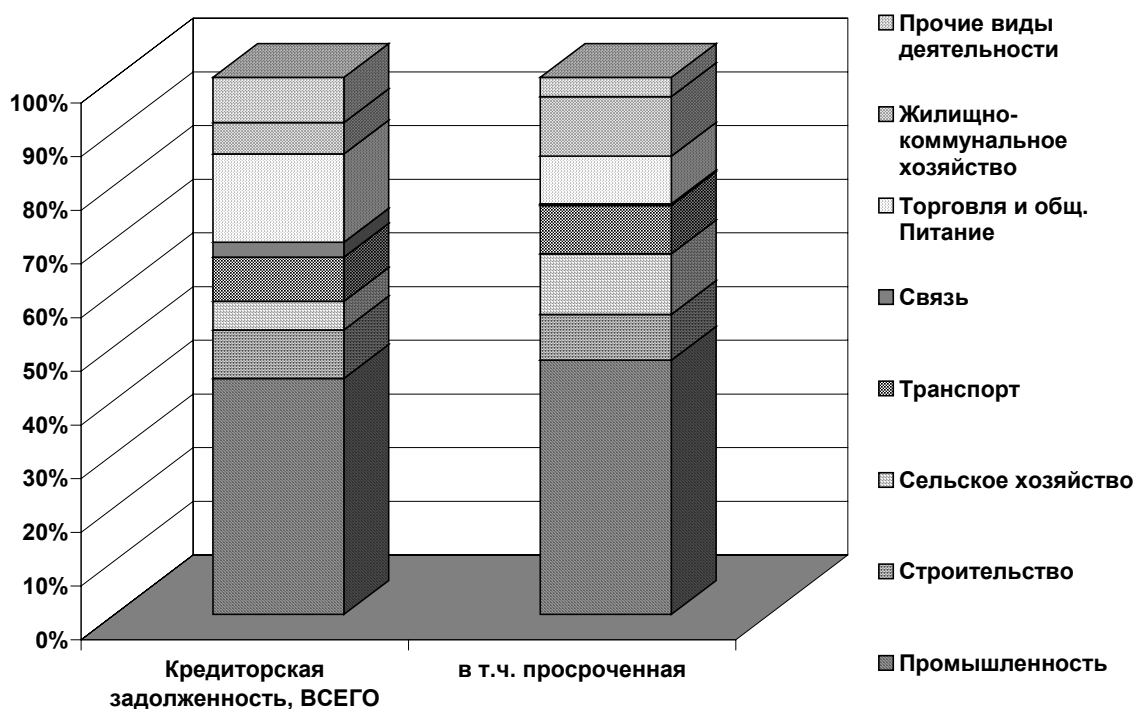
денежной массы всегда имел максимальные значения за период с 1993 г. (см. *рис. 14*). Другой причиной этого является расширение банковского кредита реальному сектору, что способствует замещению коммерческого кредита, сокращению неплатежей.



Источник: Госкомстат РФ, ЦБ РФ, расчеты авторов.

Рис. 14. Динамика приростов просроченной задолженности и денежной массы M2

В отраслевой структуре наибольшую долю в общей и просроченной задолженности стабильно занимает промышленность. Причем, если в общей кредиторской задолженности доля промышленного сектора составляет порядка 42%, то в просроченной – 47% (по состоянию на октябрь 2002 г.). Аналогично ЖКХ и сельское хозяйство имеют большую долю в просроченной кредиторской задолженности, чем в суммарной. В кредиторской задолженности сельского хозяйства 66% занимают просроченные долги, 59% – в ЖКХ. В среднем по России этот показатель составляет 30%.



Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Рис. 15. Структура кредиторской задолженности по основным отраслям экономики по итогам первого полугодия 2002 г.

Среди отраслей промышленности лидерами по показателю доли просроченной задолженности в совокупной кредиторской являются угольная промышленность (74%), электроэнергетика (53%), легкая промышленность (50%) и микробиологическая (65%) (табл. 3). Но если суммы задолженности последних двух отраслей относительно невелики, то электроэнергетика и отрасли топливной промышленности в сумме составляют порядка трети всей задолженности в экономике. Наибольшим же потребителем коммерческого кредита в абсолютном выражении являются отрасли машиностроения и металлообработки. Задолженность этих отраслей составляет порядка 30% кредиторской задолженности в экономике.

Существенную роль в сокращении неплатежей (начиная с 1998 г.) сыграли энергетические монополии, сократив все виды неденежных расчетов за отгружаемую и приобретаемую продукцию. Среди основных изменений структуры расчетов за отгруженную продукцию предприятий-монополистов⁷ следует выделить еще большее сокращение бартера в пользу взаимного зачета требований. Доля денежных расчетов в 2002 г. повысилась и сохранялась на уровне порядка 80% (см. рис. 16).

⁷ В соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 6 января 1998 г. № 10 Госкомстатом РФ осуществляется статистическое наблюдение за расчетами крупнейших российских налогоплательщиков: РАО «ЕЭС России», ОАО «Газпром», ОАО «Аэрофлот – российские международные авиалинии», организаций федерального железнодорожного транспорта, а также организаций-монополистов в промышленности.

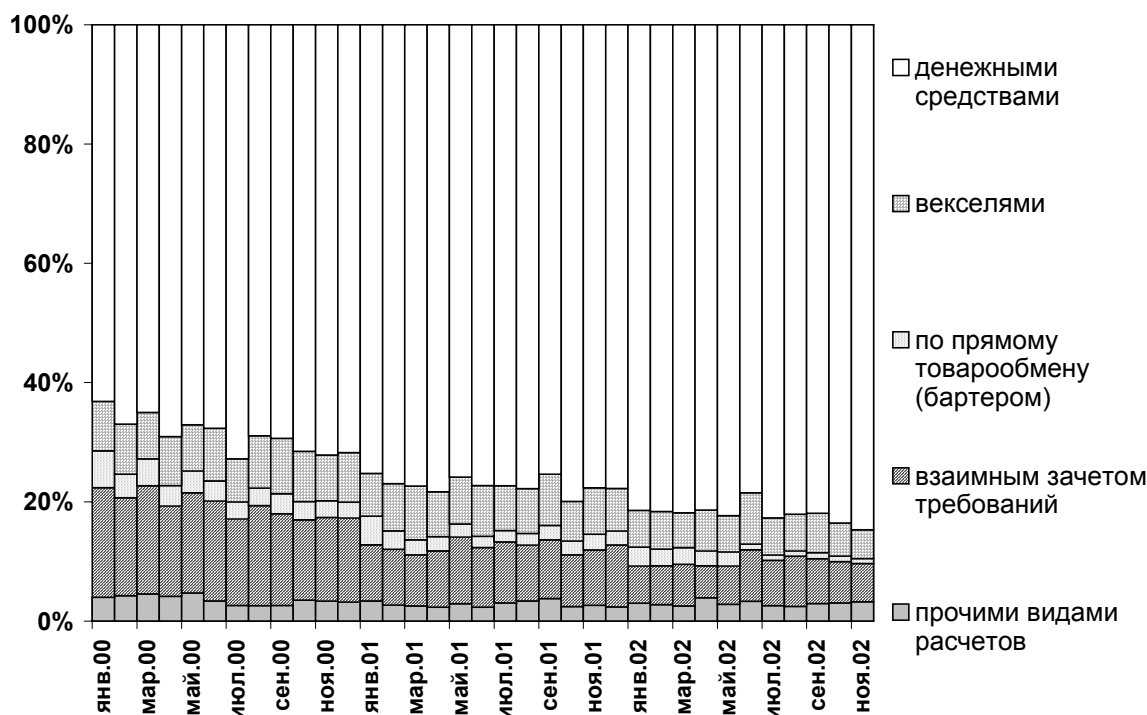


Таблица 3

Структура кредиторской задолженности по отраслям промышленности по состоянию на конец октября 2002 г.

Отрасли промышленности	Кредиторская задолженность		Доля просроченной в общей, %	Доля кредиторской задолж. отрасли в суммарной задолженности промышленности, %	Доля просроченной кредиторской задолж. отрасли в суммарной просроченной задолженности промышленности, %
	всего, млрд руб.	в т.ч. просроченная, млрд руб.			
Промышленность, всего	2040.1	728.9	35.7	100.0	100.0
из нее: Электроэнергетика	234.1	122.9	52.5	11.5	16.9
Топливная промышленность	500.3	143.1	28.6	24.5	19.6
из нее:					
Нефтедобывающая промышленность	160.4	34.1	21.3	7.9	4.7
Нефтеперерабатывающая промышленность	66.4	5.5	8.3	3.3	0.8
Газовая (добыча и переработка природного и попутного газа)	178.2	33.2	18.6	8.7	4.6
Угольная промышленность	93.8	69.1	73.7	4.6	9.5
Черная металлургия	114.7	39.9	34.8	5.6	5.5
Цветная металлургия	141.3	50.6	35.8	6.9	6.9
Химическая и нефтехимическая промышленность (без химико-фармацевтической)	109.4	46.9	42.9	5.4	6.4
Машиностроение и металлообработка	567.1	201	35.4	27.8	27.6
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	58.7	25.6	43.6	2.9	3.5
Промышленность строительных материалов	56.9	25.9	45.5	2.8	3.6
Стекольная и фарфоро-фаянсовая	5.8	2.3	39.7	0.3	0.3
Легкая промышленность	34.4	17.3	50.3	1.7	2.4
Пищевая промышленность	158.7	31.7	20.0	7.8	4.3
из нее: рыбная	25	6.2	24.8	1.2	0.9
Микробиологическая	3.4	2.2	64.7	0.2	0.3
Мукомольно-крупяная и комбикормовая	13.9	4.2	30.2	0.7	0.6
Медицинская	9.6	2.5	26.0	0.5	0.3
Полиграфическая	4.3	0.2	4.7	0.2	0.0

Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.



Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Рис. 16. Структура расчетов за отгруженную продукцию предприятий-монополистов

Вместе с тем некоторые последние тенденции вызывают тревогу. Прежде всего это связано с факторами роста просроченной задолженности⁸. Так, в 2002 г. наблюдается стабильный рост доли убыточных предприятий в экономике (см. рис. 17), которая, по сравнению с предыдущим годом, возросла на 7–10% по отраслям экономики. По состоянию на октябрь 2002 г. доля убыточных предприятий в промышленности составила 45,3% (38,4 – в октябре 2001 г.), в строительстве 40,5% (36% в октябре 2001 г.), в транспорте – 46,1% (41,4% в июле 2001 г.).

Как показывают расчеты⁹, неэффективность, финансовая несостоятельность предприятий была одним из важнейших факторов образования неплатежей в экономике, указывающих на наличие «канала финансирования плохих фирм». Такая связь была наиболее характерна для периода до 1998 г. После кризиса доля неэффективных предприятий постоянно снижалась, как снижалась и статистическая значимость этого фактора. И хотя пока не наблюдается роста неплатежей, такая опасность существует и в настоящее время.

⁸ По результатам эконометрических исследований рост неплатежей связан, в частности, с неэффективностью внутренних производителей, сокращением банковского кредитования и др. (подробнее см.: Энтов Р., Радыгин А., Мау В., Синельников-Мурылев С. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. М.: ИЭПП, 1998. С. 96–149; Луговой О., Семенов Д. Неплатежи в Российской Федерации. М.: ИЭПП (при поддержке USAID). 2000; Золотарева А., Лидерман Л., Луговой О., Энтов Р. Неплатежи в российской экономике и регионах. М.: ИЭПП-СЕРРА, 2001).

⁹ См. там же.

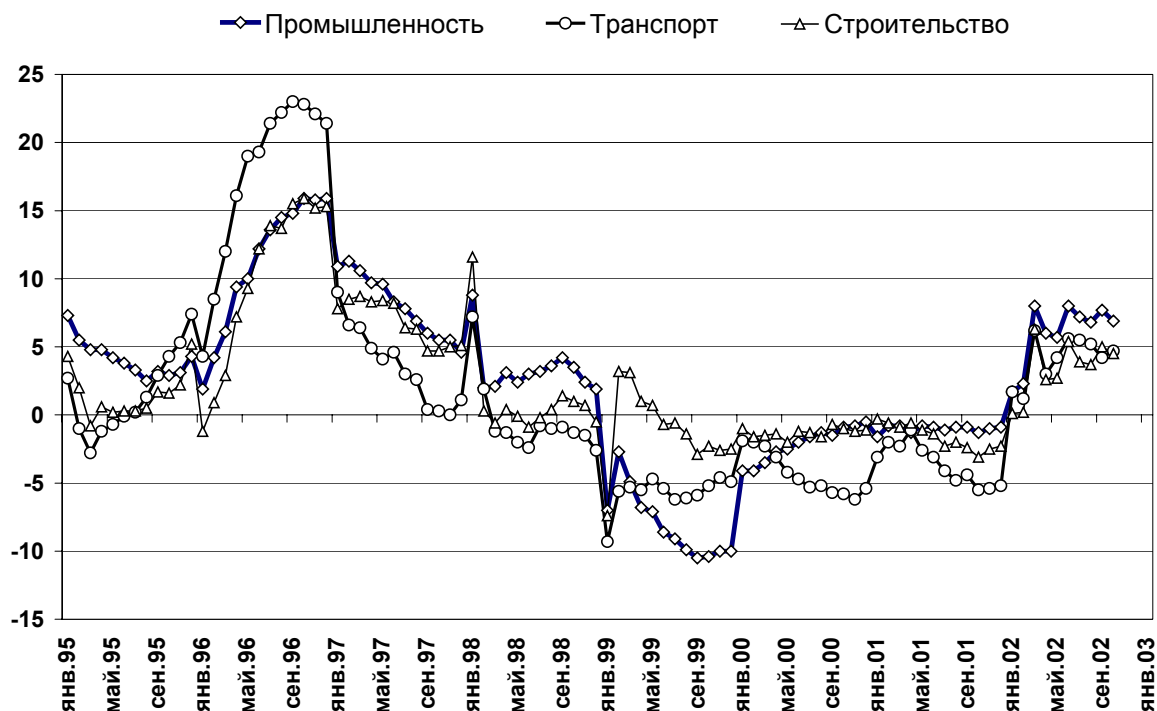


Рис. 17. Изменение доли убыточных предприятий в отраслях промышленности (сезонные разности – к соответствующему периоду предыдущего года)

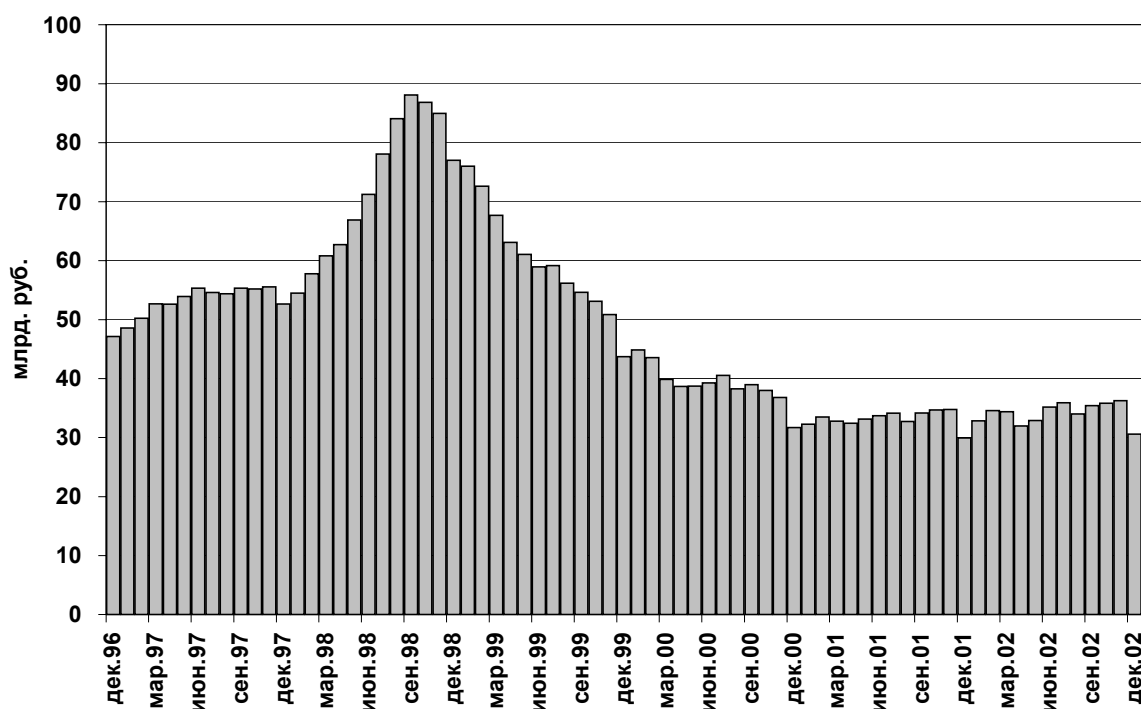
Просроченная задолженность по заработной плате начиная с 2000 г. стабилизировалась на уровне 30–40 млрд руб. (в текущих ценах, см. рис. 18). Ее рост с начала 2002 г. составил около 2%, что значительно ниже инфляции и реального роста средней заработной платы.

По-видимому, отсутствие всплеска неплатежей, несмотря на рост числа убыточных предприятий и рост реального обменного курса рубля¹⁰, следует искать, во-первых, в нормализации государственных финансов, расширении банковского кредитования, позитивных сдвигах в области контрактного права (в частности, в законодательстве о банкротстве), обратным действием мультипликатора¹¹ при расшивке неплатежей.

Дальнейшая ситуация в сфере расчетов будет зависеть от положения дел в реальном секторе экономики, а также от позиции властей, которая во многом определяется наполняемостью бюджета.

¹⁰ Статистические оценки связи динамики реального обменного курса рубля и неплатежей приводятся в работах ИЭПП (см. ссылки выше). В соответствии с основной гипотезой рост реального обменного курса снижает рентабельность внутреннего производства, что способствует росту неплатежей, обусловленных неэффективным производством.

¹¹ Подробнее о мультипликативных эффектах распространения задолженности см.: *Lugovoy O.* Arrears in a Transition Economy: the Mechanism of Contagion. RESEP, Russian Economic Trends 2002-Q2. P. 19–30.



Источник: Госкомстат РФ, расчеты авторов.

Рис. 18. Динамика просроченной задолженности организаций по заработной плате¹²

Одна, и основная, на наш взгляд, причина кризиса неплатежей в переходной экономике – это нерыночное поведение, результатом которого является завуалированное субсидирование неэффективных фирм. Экономика неплатежей, в отличие от рыночной, может реагировать на экзогенные шоки не только и даже не столько сокращением выпуска, сколько наращиванием просроченных долгов. Такая форма хозяйствования далека от рыночной, поскольку отключаются механизмы конкуренции, необходимой для осуществления процесса вытеснения неэффективных фирм в пользу наиболее успешных. В отличие от нормальных рыночных условий убыточные предприятия в экономике неплатежей могут существовать так долго, как долго существует возможность неплатежа (не функционируют механизмы инфорсменты).

Если рост убыточных предприятий будет продолжаться и в дальнейшем, чему в определенной мере способствует укрепление реального курса рубля, существует довольно высокая вероятность того, что это приведет к нарастанию новой волны просроченной задолженности. Учитывая позитивный опыт последних лет, возобновление кризиса неплатежей в аналогичных масштабах из года в год становится менее вероятно, но в случае неблагоприятных общеэкономических тенденций полностью исключать такую опасность нельзя. Причем наибольшей опасностью здесь является неисполнение бюд-

¹² Просроченная задолженность предприятий и организаций промышленности, строительства, сельского хозяйства, транспорта, образования, здравоохранения, культуры и искусства, науки и научного обслуживания, жилищного и коммунального хозяйства, а также, начиная с августа 1998 г., – по организациям социального обеспечения, государственной власти субъектов Российской Федерации и местного самоуправления, милиции общественной безопасности. Данные приводятся на конец месяца.



жетных расходов, что может быть вызвано возможным ростом числа убыточных фирм, и генерацией неплатежей самим государством. Последнее может спровоцировать распространение неплатежей в экономике и возобновление кризиса.

2.2. Состояние платежного баланса

В прошедшем году произошло некоторое изменение в тенденции снижения сальдо платежного баланса по текущим операциям, которая начала проявляться годом ранее. Так, начиная с I квартала, был зафиксирован рост сальдо платежного баланса по текущим операциям. Если в целом за 2001 г. указанное сальдо сократилось практически в два раза (с 11,5 млрд долл. в I квартале до 5,7 млрд долл. в IV), то в 2002 г. сальдо по счету текущих операций возросло с 6,9 млрд долл. в I квартале до 9 млрд долл. в III квартале с падением до 7,7 млрд долл. по итогам IV квартала (по предварительной оценке ЦБ РФ). Как и прежде, основным фактором, определяющим величину сальдо по текущим операциям, являлся торговый баланс, сальдо которого, в свою очередь, в решающей степени определялось движением цен на энергоносители и другие важнейшие товары российского экспорта на мировых рынках. Из данных, представленных на *рис. 1*, видно, что связь между мировыми ценами на нефть и сальдо торгового баланса России, наблюдавшаяся в 1995–2001 гг., проявлялась и в течение 2002 г.¹³

Следует отметить, что рост сальдо торгового баланса в I–III кварталах 2002 г. происходил за счет роста объемов российского экспорта, хотя стоимость импорта в Российскую Федерацию также увеличивалась, но меньшими темпами. Однако в IV квартале 2002 г. темпы роста импорта превысили темпы роста российского экспорта. Так, величина торгового баланса России по предварительной оценке ЦБ РФ в IV квартале 2002 г. составила 11,5 млрд долл., при этом экспорт товаров увеличился с 28,8 млрд долл. в III квартале до 29,6 млрд долл., а импорт вырос с 15,6 млрд долл. до 18,1 млрд долл. (то есть почти на 20%).

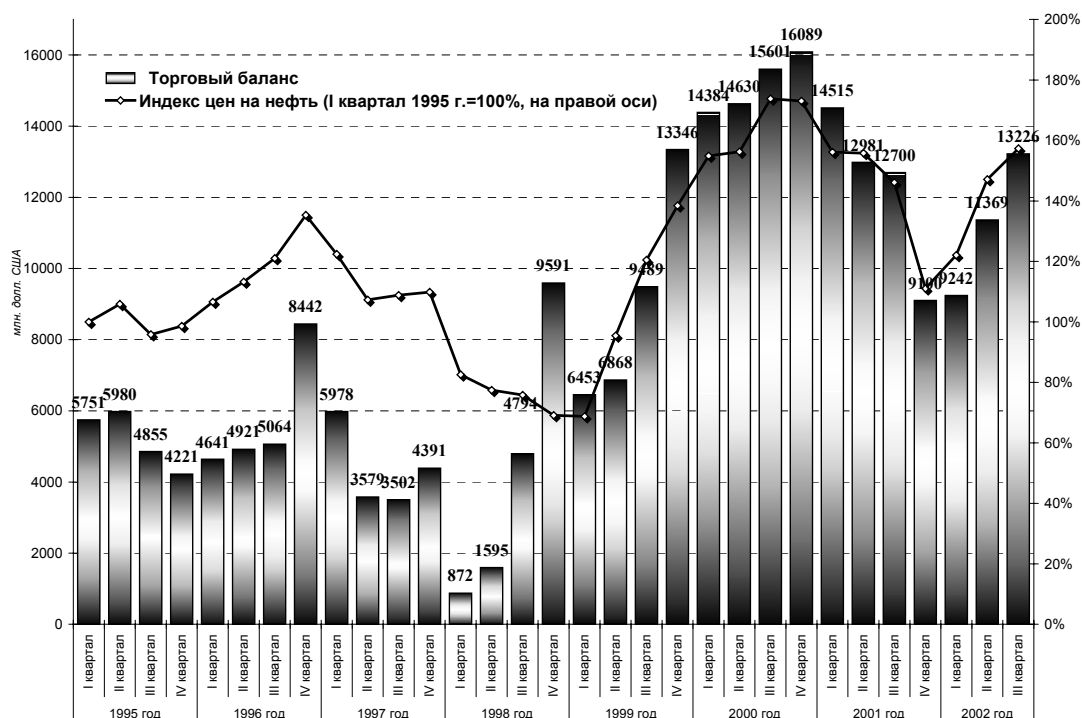
Помимо сокращения сальдо торгового баланса, в течение 2002 г. существенное влияние на состояние сальдо платежного баланса по текущим операциям оказывали также значения сальдо по статье «Нефакторные услуги», отрицательное значение которого (то есть превышение импорта услуг над экспортом) возросло с 460 млн долл. в I квартале до 1,6 млрд долл. в III и IV кварталах, причем такое изменение произошло полностью под воздействием роста импорта услуг.

¹³ Оценки, проведенные для 1993–2002 гг., показали существование статистически значимой зависимости сальдо торгового баланса РФ (*TB*) от индекса мировых цен на нефть (*P*) при *dummy*-переменной, равной 1 для III и IV кварталов 1998 г., когда решающее влияние на торговый баланс РФ оказывали иные факторы.

$$TB = -9,2 + 14,3 \cdot P + 5,9 \cdot Dummy$$

(-5,1)	(10,0)	(3,5)
--------	--------	-------

$$R^2 = 0,78$$



Источник: ЦБ РФ, IMF International Financial Statistics, расчеты авторов.

Рис. 19. Торговый баланс РФ и индекс мировых цен на нефть в 1995 – III квартале 2002 г.

Рассматривая тенденции изменения сальдо платежного баланса по различным его компонентам, можно заметить, что, несмотря на снижение значений положительного сальдо торгового баланса, увеличение валютных активов резидентов в 2002 г. происходило в основном за счет превышения экспорта товаров над импортом. Другими словами, именно за счет положительного сальдо торгового баланса происходило финансирование всех выплат нерезидентам по операциям, не связанным с экспортом и импортом товаров, а также изменений зарубежных активов и обязательств резидентов. Речь идет, прежде всего, о финансировании отрицательного сальдо по балансу услуг труда и капитала (выплата заработной платы нерезидентам и обслуживание долговых обязательств), об осуществлении портфельных инвестиций за границу, увеличении зарубежных активов российских резидентов, а также о платежах для уменьшения обязательств российских резидентов перед нерезидентами.

Если рассматривать совокупные показатели платежного баланса России в 2002 г., то ситуацию с балансом российских активов и обязательств можно описать следующим образом: за счет торговых операций с нерезидентами российские валютные активы увеличились на 45,3 млрд долл. (сальдо торгового баланса в январе–декабре 2002 г.). Кроме этого, источниками пополнения российских зарубежных активов являлись прямые инвестиции в Россию (2,6 млрд долл.), привлечение портфельных инвестиций нефинансовыми предприятиями (2,2 млрд долл.), привлечение заемных средств органами государственного управления и под их гарантию (1,4 млрд долл.), а также привлечение российскими банками и нефинансовыми предприятиями ссуд, депозитов и займов (8 млрд долл.).



Указанный прирост зарубежных активов был сбалансирован изменением сальдо по следующим статьям – чистый импорт нефакторных услуг (8,7 млрд долл.), выплата доходов по прямым и портфельным инвестициям в Россию (4,7 млрд долл.), погашение задолженности федеральными властями по долговым ценным бумагам и их выкуп на вторичном рынке (16,7 млрд долл.), осуществление прямых и портфельных инвестиций за границу, осуществление прочих инвестиций в зарубежные активы на сумму около 16,5 млрд долл. (прирост остатков средств на зарубежных счетах и депозитах, предоставление торговых кредитов и авансов, увеличение просроченной задолженности нерезидентов и задолженности нерезидентов по своевременно не поступившей экспортной выручке и непогашенным импортным авансам), а также накопление резервных активов (11,4 млрд долл.). Помимо этого, отрицательное сальдо по статье «Чистые ошибки и пропуски» составило 8,7 млрд долл.

Таким образом, в 2002 г. продолжало наблюдаться соотношение активов и обязательств, характерное для предыдущих лет: увеличение зарубежных активов вследствие больших объемов сальдо торгового баланса при отсутствии значимых заимствований являлось источником погашения задолженности перед нерезидентами, сложившейся в предыдущие годы, а также для пополнения российских активов за рубежом и других форм оттока капитала.

Среди операций, основным источником финансирования которых является профицит торгового баланса, следует отметить не только изменение обязательств перед нерезидентами, но и увеличение зарубежных активов российских резидентов, которое уже несколько лет остается существенным направлением использования средств резидентов, полученных в результате положительного сальдо по текущим операциям – если чистые обязательства перед нерезидентами по итогам года практически не изменились, то чистые активы российских резидентов за рубежом за год выросли на 5,5 млрд долл. (при этом активы органов государственного управления снизились на 11,4 млрд долл., в то время как зарубежные активы банков и нефинансовых предприятий возросли на 16,8 млрд долл.). Основными видами российских активов за рубежом, увеличение которых было наиболее существенно в 2002 г., являлись средства на текущих счетах и депозитах, прирост задолженности по своевременно не поступившей экспортной выручке и непогашенным авансам (в сумме 10,6 млрд долл.), а также прямые и портфельные инвестиции (2,8 млрд долл.).

В связи с увеличением российских активов за рубежом следует упомянуть проблему утечки капитала из России. Как известно, часть средств резидентов, находящихся за рубежом в таких видах активов, как просроченная задолженность и своевременно не поступившая экспортная выручка и не погашенные импортные авансы, а также часть ресурсов, отражаемых в такой статье платежного баланса, как «Чистые ошибки и пропуски», может характеризовать неучтенный вывоз капитала из страны. В этой связи можно предположить, что если сальдо по указанным статьям принимает устойчиво отрицательные значения в течение продолжительного времени, то его динамика может являться характеристикой динамики неучтенного вывоза капитала из России. В 2002 году, если судить по перечисленным показателям, неучтенный вывоз капитала из страны практически не изменился – если в 2001 г. сумма по статье «Чистые ошибки и пропуски» составила –8,5 млрд долл., то по итогам 2002 г. этот показатель достиг –8,7 млрд долл. Несколько иная картина складывается при анализе суммы чистых ошибок и пропусков, просроченной задолженности и непоступившей экспортной

выручки: этот показатель за 2002 г. оценивается на уровне –19,3 млрд долл., в то время как в предыдущем году данная сумма составляла –9,9 млрд долл. Другими словами, если судить по последнему показателю, то неучтенный отток капитала из страны несколько вырос. В связи с данными оценками следует подчеркнуть, что, во-первых, анализируемые показатели могут рассматриваться лишь как косвенные индикаторы динамики, а не абсолютных объемов нелегальной утечки капитала, а во-вторых, – увеличение как просроченной задолженности, так и чистых ошибок и пропусков, могло произойти вследствие возросшей стоимости экспорта, которая вполне естественно могла повлечь за собой пропорциональный рост задолженности по возврату экспортной выручки и рост статистических отклонений при расчете основных показателей платежного баланса.

Анализируя состояние платежного баланса России в 2002 г., следует обратить внимание на то, что, как и в предыдущем году, положительное сальдо торгового баланса оказалось столь значительным, что, несмотря на большие объемы выплат по уменьшению российских обязательств перед нерезидентами и прирост российских активов за рубежом, происходил одновременный рост объемов резервных активов – за двенадцать месяцев 2002 г. они увеличились на 11,4 млрд долл. (максимальный прирост – 6 млрд долл. – был зарегистрирован во II квартале). Тем не менее прирост резервных активов оказался практически меньше аналогичного показателя за 2000 г., когда золотовалютные резервы выросли на максимальное значение за исследуемые годы – на 16 млрд долл.

Если рассматривать перспективы изменения показателей платежного баланса в будущем, то есть основания полагать, что в 2003 г. ситуация с российским платежным балансом не является определенной – во-первых, из-за уже упоминавшейся зависимости сальдо торгового баланса от мировых цен на нефть, можно предположить, что увеличение зарубежных активов резидентов от данного вида экспорта зависит от ситуации на мировом рынке сырья и, в частности, от развития событий в Ираке.

Во-вторых, необходимо принимать во внимание требования зарубежных кредиторов о погашении российской задолженности. Согласно закону о федеральном бюджете на 2002 г., расходы Российской Федерации на погашение и обслуживание внешнего долга должны составить 17,3 млрд долл. Данная сумма превышает фактически осуществленные платежи в 2002 г., когда на погашение и обслуживание государственного долга федеральным правительством было направлено порядка 15,2 млрд долл. (не считая 1,5 млрд долл., потраченных на выкуп российских долговых обязательств на вторичном рынке). В этих условиях можно полагать, что в 2003 г. при относительно высоких мировых ценах на нефть российским властям удастся, как и в предыдущие годы, осуществлять погашение и обслуживание долга за счет относительно высоких значений положительного сальдо торгового баланса. В дополнение к этому следует отметить, что наметившаяся в последние месяцы тенденция к увеличению темпов роста реального курса рубля может отрицательно сказаться на российском платежном балансе. Развитие неблагоприятного сценария с мировыми ценами на нефть не позволит, как в прошлом году, производить опережающие выплаты по погашению и обслуживанию государственного внешнего долга.