

# В О П Р О С Ы Э К О Н О М И К И

[www.vopreco.ru](http://www.vopreco.ru)

В Н О М Е Р Е :

Экономические итоги 2006 года

---

Варианты российской денежной  
и курсовой политики

---

Экономическая теория авторских прав

---

О «Политическом завещании» Г. Плеханова

---

2

2 0 0 7

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

В. Мау — Экономическая политика 2006 года: на пути к инвестиционному росту .....	4
С. Дробышевский, П. Кадочников, С. Синельников-Мурылев — Некоторые вопросы денежной и курсовой политики в России в 2000–2006 годах и на ближайшую перспективу .....	26

## ВОПРОСЫ ТЕОРИИ

С. Моисеев — Формализация макроэкономики и ее последствия для денежно-кредитной политики .....	46
Д. Петросян — Социальная справедливость в экономических отношениях: институциональные аспекты .....	59
Х. Вэриан — Экономическая теория авторских прав .....	68

## ЭКОНОМИКА ОТРАСЛЕВЫХ РЫНКОВ

А. Юданов — «Быстрые» фирмы и эволюция российской экономики .....	85
С. Лукьянов, Н. Кисляк — Отраслевые барьеры входа как важнейший инструмент политики ограничения конкуренции .....	101
В. Минц — О факторах динамики цен на жилую недвижимость .....	111

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ИСТОРИЯ

Г. Понов — Марксистский метод против марксистских концепций ( <i>«Политическое завещание» Г. В. Плеханова</i> ) .....	122
Н. Роголина — Индустриализация как народно-хозяйственная проблема ( <i>к вопросу об исходном уровне советской индустриальной модернизации</i> ) ...	127
Р. Беккин — Ссудный процент в контексте религиозно-этических хозяйственных систем прошлого и современности .....	141

Аннотации к статьям номера (на английском языке) .....	158
--	-----



ПЕРЕСВЕТ  
ГРУПП

ГРУППА КОМПАНИЙ

## Недвижимость Москвы и Подмосковья

покупка, продажа, обмен, ипотека, аренда

789-8888

www.peresvet.ru

*С. ДРОБЫШЕВСКИЙ,*  
кандидат экономических наук,  
заведующий лабораторией ИЭПП,

*П. КАДОЧНИКОВ,*  
кандидат экономических наук,  
заведующий лабораторией ИЭПП,

*С. СИНЕЛЬНИКОВ-МУРЫЛЕВ,*  
доктор экономических наук,  
заместитель директора ИЭПП

## **НЕКОТОРЫЕ ВОПРОСЫ ДЕНЕЖНОЙ И КУРСОВОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ В 2000—2006 ГОДАХ И НА БЛИЖАЙШУЮ ПЕРСПЕКТИВУ**

Денежная и курсовая политика в России после финансового кризиса 1998 года хотя и вызывает многочисленные дискуссии, представляется достаточно взвешенной, позволившей обеспечить благоприятные условия для экономического роста в стране. Однако есть по крайней мере два обстоятельства, обуславливающих необходимость обсуждения вопросов долгосрочной финансовой политики. Это, во-первых, относительно высокий уровень инфляции, следствием которого является устойчивая тенденция укрепления реального курса рубля, во-вторых, высокая степень зависимости ситуации в денежной сфере и на валютном рынке от внешнеэкономической конъюнктуры. Соответственно, становится очевидной актуальность анализа рациональных вариантов политики российских денежных властей в условиях как высоких, так и низких цен на энергоносители на мировом рынке.

В условиях высоких цен на энергоносители приток валюты за счет экспортных доходов приводит к укреплению обменного курса, росту импорта и снижению экспорта. Другими словами, повышение цен на нефть и положительное сальдо торгового баланса приводят к укреплению реального курса, что, в свою очередь, способствует уравниванию торгового баланса. Дополнительно на эти тенденции накладывается динамика сальдо капитальных потоков, однако общим следствием является укрепление реального обменного курса либо за счет роста внутренних цен (при фиксированном курсе), либо за счет укрепления номинального обменного курса. При этом в случае положительного шока внешнеэкономической конъюнктуры устанавливается более высокое равновесное значение реального обменного курса по отношению к текущему уровню и наоборот — более низкое равновесное значение при негативном внешнеэкономическом шоке<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Предполагая нулевую эластичность сальдо капитальных потоков и экспорта из России по реальному обменному курсу, а также эластичность импорта по реальному обменному курсу, равную 0,8—0,9, можно оценить, при каком укреплении номинального обменного курса импорт вырастет настолько, что его увеличение покроет избыточное предложение валюты на рынке (соответствующее накоплению внешних резервов). Из таких простых предпосылок можно найти, что уравнивающее торговый баланс значение номинального обменного курса в случае однократной ревальвации рубля в условиях конца 2006 г. составляет 16—18 руб./долл.

Несмотря на кажущуюся симметричность ситуаций снижения и роста цен на нефть, нам представляется, что с учетом издержек инфляции и колебаний обменного курса для населения и их влияния на экономический рост денежно-кредитная и валютная политика в этих случаях должна существенным образом различаться.

При определенных предпосылках можно показать, что для России рациональной политикой при высоких ценах на энергоносители на мировом рынке является поддержание умеренных темпов (сдерживание темпов) роста реального курса рубля в условиях достаточно низкой инфляции. Такая политика сводится фактически к политике одностороннего таргетирования инфляции (с учетом ограниченности соответствующих возможностей из-за притока валюты и увеличения резервов при поддержании номинального обменного курса неизменным), то есть задания верхней (предпочтительно — понижающейся от года к году) границы годовых темпов роста цен. Поведение ЦБ РФ на валютном рынке определяется возможностями стерилизации эмиссии, возникающей в результате поддержания номинального курса рубля, что необходимо для обеспечения желаемых темпов роста реального курса рубля в условиях фактической инфляции. При снижении цен на энергоносители рациональной политикой представляется плавное, но относительно быстрое снижение номинального курса рубля до значений, обеспечивающих равновесие счета текущих операций.

### **Неблагоприятная внешнеэкономическая конъюнктура**

Случай, соответствующий неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуре на мировых рынках энергоносителей, может быть описан на примере финансового кризиса 1998 года. Среди важнейших причин кризиса можно выделить фундаментальные факторы и внешние шоки. Фундаментальные факторы были предопределены особенностями финансовой стабилизации, характеризовавшейся жесткостью денежной политики при слабости бюджетной. Квазификсированный валютный курс в условиях продолжающейся инфляции привел к росту реального курса рубля, увеличению импорта и ухудшению состояния платежного баланса. Высокий уровень бюджетного дефицита (5—8% ВВП в 1995—1998 гг.) обусловил быстрые темпы наращивания государственного долга. Общий уровень долговой нагрузки к 1998 г. составил около 50% ВВП. Сама по себе эта цифра относительно невысока, однако внутренний долг был представлен краткосрочными обязательствами, и средства, необходимые ежемесячно только для погашения ранее выпущенных облигаций, достигли в первой половине 1998 года 10—15% месячного ВВП.

Наложившиеся на описанную ситуацию внешние шоки — падение мировых цен на энергоносители и отток краткосрочного капитала с финансовых рынков развивающихся стран и стран с переходной экономикой — сделали финансовый кризис неизбежным. Кульминация кризиса в августе 1998 года характеризовалась падением фондового рынка,

банковским кризисом и исчерпанием международных резервов. Было объявлено о введении плавающего курса рубля, трехмесячном моратории на погашение внешних долгов российских банков и принудительной реструктуризации долгов по ГКО-ОФЗ. Произошла трехкратная девальвация рубля, инфляция выросла в сентябре 1998 г. почти до 40%.

Новое правительство, возглавляемое Е. Примаковым, несмотря на популистскую риторику, проводило достаточно сдержанную денежную и бюджетную политику, позволившую к концу года стабилизировать ситуацию.

Девальвация рубля, которая вывела значения реального обменного курса на уровень 1994 г. и обеспечила равновесие внешнеторгового баланса, явилась важнейшим фактором начавшегося экономического роста. Тем не менее при анализе причин перехода к экономическому росту не следует забывать успехи, достигнутые к 1997 г. в сфере формирования рыночных институтов (либерализация экономики, приватизация, денежная и бюджетная стабилизация). Большую роль сыграл и начавшийся на мировых рынках рост цен на нефть.

Девальвация рубля стала своеобразной защитной мерой для отечественных производителей, ослабив конкуренцию со стороны импортных товаров и стимулируя внутреннее производство. При прочих равных условиях она повысила относительную цену импортируемых товаров, сдвинув экономику в положение равновесия, характеризующееся более низким уровнем благосостояния и меньшей долей импорта в совокупном потреблении. Совокупный эффект сдвигов в уровне потребления отечественных и импортных товаров при изменении относительных цен складывался из эффекта замещения и из эффекта дохода (помимо эффекта дохода, связанного с изменением структуры относительных цен, существенное влияние на спрос оказало общее снижение доходов, обусловленное произошедшим кризисом).

Эффект замещения существенно дифференцировался по отраслям экономики в зависимости от эластичности спроса, склонности к потреблению импорта и возможностей быстрой корректировки закупок иностранных товаров и расширения отечественного производства. Можно предположить, что девальвация рубля обусловила переключение потребления на конкурентоспособные отечественные товары без обратного переключения на импортные товары при реальном укреплении рубля в последующие годы. Российская экономика с ее высокими технологическим уровнем и качеством трудовых ресурсов оказалась вполне способной производить широкий ассортимент товаров, спрос на которые ранее практически полностью удовлетворялся за счет импорта.

По нашим оценкам, выполненным на временном промежутке с 1998 по 2002 г.<sup>2</sup>, эластичность некомпенсированного спроса совокупного импорта по цене составляет  $-0,765$ , то есть при изменении цены импорта (которая в данном исследовании является произведением номинального курса на индекс цен в США) на 1% спрос на импорт

---

<sup>2</sup> Кадоchnikов П., Синельников-Мурылев С., Четвериков С. Импортозамещение в Российской Федерации в 1998–2002 гг. / Сер. «Научные труды ИЭПП». № 62. М., 2003.; Кадоchnikов П. Анализ импортозамещения в России после кризиса 1998 года / Сер. «Научные труды ИЭПП». № 95. М., 2006.

уменьшается на 0,765%, причем уменьшение обусловлено эффектом замещения на 0,647% и эффектом дохода на 0,118%<sup>3</sup>. Это означает, что укрепление реального обменного курса ухудшает конкурентоспособность российских отраслей, одновременно с этим импорт реагирует достаточно сильно, создавая серьезную конкуренцию отечественным производителям. Наименьшая эластичность некомпенсированного спроса по цене наблюдается при импорте продукции легкой промышленности (эластичность составляет  $-0,608$ ); наибольший эффект цены — при импорте продовольственных товаров (эластичность составляет  $-0,959$ ). В машиностроении, химической и лесной промышленности ценовые эластичности некомпенсированного спроса на импорт составляют  $-0,831$ ,  $-0,868$  и  $-0,860$  соответственно.

При значительной доле сырьевых товаров в экспорте и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре реальный обменный курс практически не влияет на экспорт, но при резком снижении реального курса импортозамещение происходит достаточно интенсивно.

Таким образом, исходя из российского опыта экономического развития в период после финансового кризиса 1998 года нам представляется, что в условиях ухудшающейся конъюнктуры внешней торговли реакция финансовых властей должна быть асимметричной по отношению к политике, проводимой при улучшении конъюнктуры.

Оценка занижения или завышения реального обменного курса должна учитывать также и другие его последствия, среди которых изменение стоимости обслуживания внешнего долга, изменение доходов от экспорта, изменение стоимости сбережений в зависимости от валюты их хранения и др. В числе основных негативных последствий девальвации рубля следует отметить ускорение инфляции из-за удорожания импортных товаров; снижение благосостояния населения, располагающего сбережениями, номинированными в рублях; формирование негативных ожиданий дальнейшего падения курса рубля как у отечественных, так и у иностранных инвесторов, что может спровоцировать продолжение роста спроса на валюту, долларизацию экономики и отток капитала за рубеж.

Кроме того, следует принимать во внимание, что резкая девальвация может оказаться политически невозможной вследствие высоких карьерных рисков высших чиновников, осуществляющих подобные меры. При этом если в период кризиса 1998 года состояние золотовалютных резервов не позволяло оттягивать момент перехода к свободному плаванию рубля, то при наличии значительных валютных резервов, накопленных в период благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, денежные власти могут определенное время поддерживать курс (не допускать резкого снижения номинального курса валюты). Однако важно подчеркнуть, что масштабные продажи валюты ЦБ РФ (при постепенной ее девальвации или поддержании стабильности) приводят к сокращению денежной базы, вызывающему соответствующее депрес-

<sup>3</sup> По сравнению с другими исследованиями наши оценки ценовой эластичности несколько выше. В частности, по оценкам О. Дышиковой эластичность импорта по реальному обменному курсу составляет  $-0,5$  (Дышикова О. Рост реального курса рубля и промышленное производство в России в 1993–1997 годах: Научный доклад РПЭИ. №99/13. М.: РПЭИ, 2000).

сивные тенденции в экономике, связанные с недостатком реальной денежной массы, и кризис финансовой системы.

Учитывая все эти соображения, можно говорить о том, что в условиях ухудшения конъюнктуры внешней торговли рациональной политикой является как можно более быстрое, с учетом политических ограничений, снижение номинального курса рубля, вероятно даже с «перелетом», создающим резерв его роста в условиях последующего циклического роста цен на энергоносители. Политическую реализуемость такого сценария может обеспечить определенная постепенность и предсказуемость темпов девальвации (например, путем объявления нового перспективного значения курса) за счет поддерживающих курс рубля валютных интервенций ЦБ РФ, постепенно сокращающихся во времени.

### Благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура

#### *Курсовая политика при высоких ценах на энергоносители*

Данный случай соответствует сегодняшней российской ситуации, когда рубль стремится к укреплению, которое может обеспечить равновесие платежного баланса, а ЦБ РФ противодействует этому процессу, осуществляя интервенции на валютном рынке, и в результате наращивает валютные резервы и денежную массу.

Равновесие счета текущих операций могло бы быть достигнуто за счет укрепления номинального курса рубля, если бы ЦБ РФ не проводил интервенции или проводил их в меньшем объеме, чем необходимо для поддержания стабильного номинального курса. Данные варианты в простой модели уравнивания счета текущих операций при изменении реального курса дают один и тот же результат. Однако более внимательное их изучение показывает, что они далеко не равнозначны.

Использование номинального обменного курса в качестве инструмента, обеспечивающего приспособление экономики к новым условиям, затрудняется его чрезмерной реакцией на внешние изменения<sup>4</sup>, а также возможностью спекулятивных атак на рубль со стороны участников валютного рынка. В результате при плавающем обменном курсе изменение условий внешней торговли может приводить к немедленным и резким изменениям относительных цен и конкурентоспособности отечественных предприятий, причем к изменениям большим, чем это необходимо для установления равновесия.

---

<sup>4</sup> Эффект «перелета» в базовой модели Р. Дорнбуша (в открытой экономике и отсутствии необходимой гибкости цен в краткосрочном периоде) связан с установлением равновесия на денежном рынке при изменениях процентной ставки в результате осуществления денежной политики, за счет притока или оттока капитала, который изменяет номинальный курс, что восстанавливает внешнее равновесие при изменившейся конкурентоспособности экономики. При этом курс в начальный момент изменяется избыточно, так как последующее изменение цен изменяет доход и курс откатывается назад. В результате устанавливается новое равновесие, эквивалентное старому в реальном выражении (*Dornbusch R. Expectations and Exchange Rate Dynamics // The Journal of Political Economy. 1976. Vol. 84, No. 6. P. 1161–1176*).

Если же ЦБ РФ сдерживает изменения номинального курса за счет валютных интервенций, то движение реального курса к равновесному состоянию может быть медленным и постепенным. В этом случае более высокая конкурентоспособность российской экономики в каждый момент времени позволяет рассчитывать на бóльшие темпы роста в период приближения реального обменного курса к равновесному значению. Как следствие, можно ожидать, что, когда реальный обменный курс достигнет равновесного значения, экономика будет иметь более высокий уровень развития (ВВП на душу населения). Это, в свою очередь, позволит сформировать дополнительный транзакционный спрос на реальные кассовые остатки, что из-за более низкой инфляции приведет к меньшему равновесному значению реального обменного курса, чем в случае с немедленной номинальной девальвацией.

Рассматривая такой вариант сдерживания номинального обменного курса и укрепления реального курса за счет инфляции как наиболее рациональный, мы исходим из того, что в настоящее время занижение реального курса рубля по сравнению со значением, обеспечивающим равновесие торгового баланса, способствует поддержанию стабильного экономического роста. При резком укреплении и установлении равновесного курса национальной валюты значительная часть производств, не связанных с высокоэффективным сырьевым экспортом (при существующей факторной производительности), может оказаться неконкурентоспособной. В результате экономика будет все больше специализироваться на добыче и первичной переработке сырья. Политика, не противодействующая таким процессам вытеснения внутреннего производства в обрабатывающей промышленности, сельском хозяйстве и других отраслях, сопровождаемым быстрым ростом цен в секторе производства неторгуемых товаров, вряд ли может считаться разумной в условиях высокой изменчивости конъюнктуры мировых рынков сырья и ограниченности их экономических запасов.

#### *Бюджетная политика при высоких ценах на энергоносители*

Необходимость проведения сдержанной бюджетной политики в условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры в последние годы стала общепризнанной не только в развитых и переходных экономиках, но и в развивающихся странах. Так, в 2002–2005 годах в таких странах, как Алжир, Азербайджан, Бахрейн, Иран, Казахстан, Кувейт, Ливия, Оман, Катар, Саудовская Аравия, ОАЭ, отношение государственных нефтяных доходов (government oil revenue) к ненефтяному ВВП (non-oil GDP) увеличилось в среднем с 41 до 81%. Однако при этом государственные расходы увеличились с 56% ненефтяного ВВП до 63%. В среднем только 26% дополнительных доходов были израсходованы на текущие цели, а 74% были направлены на сбережение (45% — на приобретение финансовых активов, 29% — на погашение государственного долга). В резуль-



тате профицит бюджета в среднем в этих странах вырос с 2% ВВП в 2002 г. до примерно 15,5% в 2005 г.<sup>5</sup>

Расширение непроцентных расходов в условиях крайне благоприятной для российского экспорта внешней конъюнктуры создает угрозу серьезных политико-социальных потрясений в условиях снижения цен на нефть. Понимание этой угрозы привело к созданию, начиная с бюджета 2004 года, на законодательном уровне Стабилизационного фонда как механизма, позволяющего не допустить резкого роста расходов бюджета в период высоких мировых цен на энергоносители с помощью относительно жесткой ограничительной политики. Расходная часть бюджета стала оцениваться исходя из предположения о том, что доходы бюджета в бюджетном году будут равны доходам бюджета при уровне цен на нефть на среднем долгосрочном уровне (18—20 долл. за баррель, сорт «Юралс»). В этом случае все дополнительные доходы бюджета рассматриваются как временные, связанные с благоприятной внешней конъюнктурой, и должны направляться в Стабилизационный фонд. Средства Фонда могут использоваться для компенсации сокращающихся налоговых доходов федерального бюджета в условиях резкого снижения цен на нефть и, соответственно, для финансирования непроцентных расходов в этой ситуации, а также для погашения внешнего долга в периоды пиковой долговой нагрузки на федеральный бюджет.

До настоящего времени Правительство РФ проводило политику, направленную на укрепление устойчивости бюджетной системы, и не реагировало на предложения по увеличению непроцентных расходов в условиях конъюнктурного роста доходов. Однако, по-видимому, период крайне благоприятной внешней конъюнктуры длится слишком долгое время, в результате чего создается иллюзия сохранения в будущем высоких цен на нефть и, соответственно, повышенного уровня доходов бюджета в долгосрочной перспективе.

Обратим внимание на то, что, как показывает анализ динамики цен на нефть за последние 20 лет, нефтяные цены отличаются крайней нестабильностью, в их динамике отсутствует явный тренд. Статистический анализ временного ряда цен на нефть свидетельствует о его нестационарности: математическое ожидание (среднее значение) и дисперсия (отклонения от среднего значения, величина колебаний) цен на нефть изменяются со временем. Достаточно продолжительное (около 4 лет) поддержание цен на нефть на уровне, значительно выше средних долгосрочных значений, лишь подтверждает гипотезу об усилении колебаний цен от года к году. Как показывает опыт, цены на энергоносители начинают снижаться после того, как экономические агенты понимают, что высокий уровень цен установился надолго и, исходя из этой посылки, пересматривают свои инвестиционные планы, направляя дополнительные ресурсы на увеличение добычи энергоносителей и на энергосбережение.

В этой ситуации, по нашему мнению, в будущем можно ожидать сильного и, вероятно, достаточно продолжительного снижения цен — по

<sup>5</sup> Regional economic outlook. Sept. 2005 / IMF. P. 19—20.

крайней мере до 15 долл. за баррель в неизменных долларах (более низкие цены, на наш взгляд, маловероятны в ближайшие 5–10 лет вследствие растущего спроса на нефть и нефтепродукты со стороны Китая и Индии). Очевидно, что при таком снижении цен на нефть с учетом истощения традиционных нефтяных месторождений в России, увеличения издержек на добычу нефти на новых, более труднодоступных месторождениях доходы федерального бюджета резко сократятся.

Несмотря на то что ведущие мировые центры по изучению нефтяного рынка в ближайшие годы такой вариант развития событий не прогнозируют, не учитывать возможность его реализации все-таки нельзя. Дополнительную угрозу стабильности как бюджетной сфере, так и социально-экономической обстановке в стране создает то обстоятельство, что если снижение цен на нефть придется на конец 2007 — начало 2008 года, то оно совпадет по времени с началом очередного политико-экономического цикла в РФ. Очевидно, что в условиях предвыборной кампании российским властям будет практически невозможно пойти на сокращение увеличенных в период высоких цен на нефть непроцентных расходов и в таком случае Россия может вновь столкнуться с ситуацией явного или отложенного (за счет быстрого накопления государственного долга) бюджетного кризиса<sup>6</sup>.

Помимо отступления при формировании расходной части федерального бюджета от принципа «средней долгосрочной цены» (нарушения условия стабильности бюджетной системы в ситуации сильной зависимости доходов бюджета от колебаний нефтяных цен) негативным следствием расширения непроцентных расходов бюджета являются ускорение инфляционных процессов и рост реального курса рубля за счет меньшей стерилизации. Предотвращение этих тенденций — это вторая важнейшая макроэкономическая функция Стабилизационного фонда. Как показывают наши расчеты, возвращение в экономику средств, находящихся на счетах Правительства в ЦБ РФ, приведет к дополнительному росту денежной базы, а впоследствии — из-за увеличения свободных средств у коммерческих банков — к росту мультипликатора и увеличению инфляции.

### *Проблема снижения уровня инфляции и инструменты стерилизации валютных интервенций ЦБ РФ*

Таким образом, если исходить из необходимости поддерживать низкие темпы роста реального курса рубля в условиях положительного сальдо внешней торговли, то политика, реализуемая ЦБ РФ и Министерством финансов РФ, в целом весьма рациональна. Однако в последние два года из-за установления экстремально высоких цен на энергоносители финансовые власти испытывают недостаток инструментов стерилизации избыточного предложения денег, возникающего вследствие валютных интервенций ЦБ РФ. В результате инфляция,

<sup>6</sup> По нашим оценкам, снижение мировых цен на нефть до уровня средней многолетней цены около 20 долл. за баррель приведет к возникновению дефицита бюджетной системы в размере около 4,5–5,0% ВВП, Стабилизационный фонд при поддержании расходов на уровне 2006 г. в этом случае будет полностью исчерпан в течение 3–4 лет.

не снижающаяся в последние годы ниже 9—10%, обуславливает ускоренное укрепление рубля на 8—10% в год.

Как показывает анализ факторов роста цен, преодоление инфляционной инерции и формирование дезинфляционных ожиданий являются ключевой мерой для снижения инфляции. На основе мирового опыта легко сделать вывод о том, что снижение инфляционных ожиданий — процесс медленный. Действия властей в области денежно-кредитной политики сказываются на поведении экономических агентов лишь по истечении достаточно длительного (до 1 года) лага.

Отсутствие негативных сигналов со стороны Правительства и ЦБ РФ (приверженность к умеренно-жесткой денежно-кредитной политике, недопущение дополнительных расходов бюджета, поддержание стабильности на валютном рынке и в банковском секторе, ограниченные темпы роста регулируемых цен и тарифов) могут обеспечить снижение инфляции на 1 пп. в год.

Рост денежного предложения обеспечивает сопоставимую долю общего прироста цен наравне с инфляционной инерцией. Несмотря на активное использование Правительством и ЦБ РФ стерилизационных мер на протяжении последних двух лет, среднегодовые темпы прироста денежной массы М2 составляли 35—40%, монетизация ВВП выросла с 15,8% (на конец 2000 г.) до 34,0% (конец 2006 г.)

Снижение эластичности роста цен по росту денежной массы ограничивает возможные масштабы снижения инфляции за счет ужесточения денежно-кредитной политики. Однако необходимо учитывать асимметричность ситуации. Нарастивание денежного предложения может спровоцировать значительно более быстрый рост потребительских цен, то есть в условиях раскручивания инфляции эластичность инфляции по росту денежного предложения значительно увеличивается.

По нашим оценкам, при сокращении темпов годового прироста денежной массы до 20—25%, что обеспечит сохранение тенденции к росту монетизации ВВП, необходимой для поддержания высоких темпов роста экономики, можно добиться снижения текущего уровня инфляции на 1,5—2 пп. в год в течение 2—3 лет.

На практике стерилизация в России осуществляется с помощью нескольких инструментов: профицита бюджета расширенного правительства (в форме накопления средств на счетах государственных органов и формирования Стабилизационного фонда), накопления избыточных резервов коммерческих банков на счетах в ЦБ РФ<sup>7</sup> и выпуска облигаций ЦБ РФ. При проведении денежной политики необходимо учитывать, что стерилизованные интервенции, не влияя непосредственно на денежную базу и инфляцию, влекут за собой ряд последствий, которые должны приниматься во внимание. Это прежде всего рост рублевых активов по сравнению с валютными и последствия этого процесса для процентных ставок и притока капитала. Кроме того, необходимо учитывать, что даже стерилизованные интервен-

<sup>7</sup> Расчеты, выполненные в ИЭПП, указывают на то, что при изменении средств на счетах органов государственного управления и избыточных резервов коммерческих банков имеет место координация, то есть накопление резервов коммерческих банков осуществляется скорее всего с учетом пожеланий денежных властей.

ции — способы, время и объемы их проведения — подают участникам рынка определенные информационные сигналы относительно текущих приоритетов денежно-кредитной политики, что также может изменять процентные ставки и сдвигать равновесие на рынке.

Для сокращения прироста денежного предложения в условиях благоприятной внешней конъюнктуры и открытости российской экономики (в частности, в преддверии полной либерализации капитальных операций в 2007 г.) могут быть предложены следующие меры.

Во-первых, это сохранение роли Стабилизационного фонда как основного инструмента стерилизации. Для этого необходимо рассмотреть вопрос о выделении в составе Фонда либо создании независимо от него (на аналогичных принципах) особого фонда, за счет которого при высокой конъюнктуре внешней торговли будет обеспечиваться формирование накопительных пенсий гражданам России. Необходимо также отказаться от повышения цены отсечения при определении размера отчислений в Стабилизационный фонд РФ. При возможном снижении цен на нефть до средних многолетних значений (20 долл. за баррель) это позволит обеспечить на какое-то время сбалансированность бюджета. Увеличение цены отсечения снижает стабильность бюджетной системы и достаточно быстро (см. ниже) приводит к возникновению дефицита федерального бюджета даже при ценах на нефть на уровне средних многолетних.

Во-вторых, необходимы повышение процентных ставок и переход к политике «дорогих денег», в частности расширение инструментов привлечения средств коммерческих банков путем выпуска облигаций ЦБ РФ или повышения ставок по депозитам коммерческих банков в ЦБ РФ. Естественно, данные меры усложнят проведение денежно-кредитной политики, поскольку потребуют дополнительной стерилизации возможных притоков капитала и дополнительной корректировки денежной массы на величину выплачиваемых процентных доходов коммерческих банков<sup>8</sup>. Подобная политика может негативно сказаться на кредитовании реального сектора, однако в условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры значительная часть предприятий способна финансировать инвестиции за счет собственных средств.

В-третьих, возможно введение различного рода ограничений внешних заимствований государственных компаний. Данная мера представляется актуальной как дополнительный инструмент сокращения избыточного предложения валюты на внутреннем рынке. Кроме того, рост таких заимствований создает риск увеличения государственных расходов в будущем, если федеральный бюджет будет вынужден брать долги государственных компаний на себя.

Эффективность стерилизации валютных интервенций с помощью облигаций ЦБ РФ и повышения процентных ставок по депозитам

---

<sup>8</sup> Как показывает опыт денежной политики, проводившейся в США в 1980-х годах, высокие процентные ставки позволяют стерилизовать за счет высоких избыточных резервов банков дополнительное предложение денег, появляющееся вследствие монетизации дефицита бюджета при привлечении внешних займов. Кроме того, высокий процент позволяет увеличить сбережения в национальной экономике, что, во-первых, уменьшает необходимость эмиссии для финансирования дефицита бюджета, во-вторых, увеличивает спрос на деньги, связанный с транзакциями, необходимыми для трансформации сбережений в инвестиционные или текущие расходы других агентов.

коммерческих банков в ЦБ РФ ограничивают практические трудности по предотвращению вложений в них средств нерезидентов, которые увеличивают приток валюты в страну, что отражается в счете капитальных операций платежного баланса. Если же допустить вложения нерезидентов (через соответствующие банки), то, очевидно, результирующий эффект операций по продаже ЦБ РФ этих облигаций, выражающийся в сокращении денежной массы, будет зависеть от интенсивности дополнительного притока капитала, увеличивающего потребности в валютных интервенциях ЦБ РФ и, соответственно, потребности в стерилизации.

Различные меры, направленные на ограничение потока иностранного капитала, направляемого в РФ в связи с повышением ставки процента, такие как контроль за привлечением банками иностранных кредитов, установление ограничений на долю иностранных обязательств для банков, введение резервных требований по краткосрочным иностранным инвестициям в страну, противоречат планомерно проводимой политике по либерализации капитальных операций, и их применение по этой причине существенно ограничено.

Увеличение нормативов обязательных резервов в ближайшей перспективе, по-видимому, не может рассматриваться в качестве инструмента, сдерживающего рост денежной массы. Это объясняется существенной дифференциацией финансового положения российских банков при недостаточном развитии рынка межбанковских кредитов и механизмов рефинансирования коммерческих банков ЦБ РФ. В таких условиях ужесточение нормативов ФОР увеличивает риски возникновения кризисов ликвидности. Поэтому прежде чем станет возможным широкое использование нормативов ФОР в качестве инструмента управления денежными агрегатами, необходимо принять меры по развитию механизмов кредитования банков, у которых возникают потребности в ликвидных средствах.

В качестве инструмента, направленного на ослабление необходимости стерилизации операций ЦБ на валютном рынке, можно назвать отмену требования обязательной репатриации валютной выручки. Однако возможность применения данной меры зависит от эффективности системы налогового контроля за операциями российских компаний, проходящих по их зарубежным счетам, которая в настоящее время недостаточно высока.

В целом общей тенденцией денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе, по-видимому, должно стать более четкое разделение инструментов реализации денежно-кредитной и фискальной политики. В настоящее время основные задачи денежно-кредитной политики по управлению денежными агрегатами решаются за счет бюджетных инструментов, причем к их числу в последние годы можно вынужденно отнести не только профицит бюджета и формирование Стабилизационного фонда, но и расходы бюджета, в частности расходы по поддержке (кредитованию) различных секторов экономики.

Учитывая имеющиеся ограничения реализации политики ЦБ РФ, вряд ли можно ожидать успешного решения им задачи по управлению денежными агрегатами и процентными ставками. В этом

смысле представляется целесообразным постепенный переход к сокращению вмешательства фискальной политики в денежно-кредитную с усилением инструментов проведения денежно-кредитной и валютной политики со стороны ЦБ РФ.

## **Сценарные расчеты динамики инфляции и экономического роста для различных вариантов проведения экономической политики**

### *Описание сценариев развития*

Для оценки количественных и качественных эффектов реализации описанных выше вариантов денежно-кредитной политики в условиях высоких и низких цен на нефть нами были проанализированы 7 сценариев развития российской экономики в среднесрочной перспективе (5 лет — до 2011 года). Первые четыре сценария рассматривают ситуацию сохранения в указанный период относительно высоких цен на нефть на мировом рынке (не ниже 45 долл. за баррель<sup>9</sup>, сорт «Брент»).

Сценарий I описывает, по сути, инерционный вариант развития. При этом мы предполагаем, что Правительство РФ не допустит увеличения расходов федерального бюджета РФ после президентских выборов 2008 г. сверх 18,5% ВВП (увеличение расходов в предвыборный период составит не более 2 пп. ВВП к уровню 2006 г.), сохранится действующая налоговая система, не будут пересматриваться правила накопления средств в Стабилизационном фонде, годовые темпы роста цен и тарифов на товары и услуги естественных монополий будут превышать уровень инфляции не более чем на 2—2,5 пп. ЦБ РФ продолжит политику накопления золотовалютных резервов, что означает соответствующий прирост денежной массы, в том числе требующийся для поддержания высоких темпов роста ВВП, а также необходимость сдерживания темпов укрепления реального эффективного курса рубля. Таким образом, в данном сценарии не учитываются намечившиеся в 2006 г. изменения политики ЦБ РФ, связанные с допущением номинального укрепления рубля за счет меньшего накопления валютных резервов. Кроме того, мы предполагаем, что благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура и хорошие внутренние макроэкономические показатели будут способствовать притоку в страну как прямых иностранных инвестиций, так и финансового капитала. Для упрощения расчетов отношение курса доллара и евро принимается равным 1,25—1,30 долл. за евро на весь период.

Остальные три сценария, предполагающие высокие цены, строятся на изменении отдельных параметров сценария I, оставляя неизменными другие условия. Сценарий II отличается от первого сценария тем, что мы допускаем некоторое расширение бюджетных расходов на фоне сохраняющихся высоких цен на нефть и доходов бюджета.

<sup>9</sup> В долларах США 2006 года.

В частности, нами рассматривается вариант увеличения расходов федерального бюджета дополнительно на 2–2,5 пп. ВВП (до 21,0% ВВП к 2009 г.), то есть сохранение тенденции увеличения расходов федерального бюджета в условиях высоких цен на нефть. Сценарий III предполагает достижение к 2011 г. уровня годовой инфляции в 4%, что позволяет оценить масштабы требуемой дополнительной стерилизации валютных интервенций, проводимой ЦБ РФ. В 2006 году ЦБ РФ осуществил номинальное укрепление рубля по отношению к доллару на 8,5%. Сценарий IV рассматривает вариант изменения политики ЦБ РФ, при котором денежные власти с 2007 г. отказываются от накопления золотовалютных резервов и допускают номинальное укрепление курса рубля к иностранным валютам, обеспечивающее нулевое сальдо платежного баланса РФ.

Сценарии V–VII строятся для ситуации, предполагающей снижение цен на нефть на мировом рынке до среднего многолетнего уровня (25 долл. за баррель, сорт «Брент»). В сценарии V такое снижение происходит постепенно (к 2009 г.), а в сценариях VI и VII — резко, уже в 2007 г. Базовые предпосылки экономической политики в условиях низких цен остаются теми же, что и в сценариях для высоких цен, а Стабилизационный фонд используется для финансирования дефицита федерального бюджета. Вместе с тем мы прогнозируем, что по мере снижения цен будет наблюдаться достаточно сильный отток капитала из страны. Сценарий VI, помимо предположения о резком падении цен уже в 2007 г. с 65 до 25 долл. за баррель, рассматривает вариант политики денежных властей, при которой ЦБ РФ отпускает номинальный курс рубля, сохраняя неизменный объем своих золотовалютных резервов, в результате чего происходит быстрое номинальное обесценение рубля. Сценарий VII допускает возможность проведения противоположной политики — удержание неизменным номинального курса рубля (для упрощения расчетов — к доллару США), при использовании для интервенций золотовалютных резервов вплоть до их полного исчерпания.

Для ограничения произвольных трактовок качественных изменений в экономике и поведении экономических агентов (например, резкое изменение ожиданий динамики цен и валютного курса при снижении цен на нефть, масштабы номинальных «перелетов» курса как в одну, так и в другую сторону и т. д.), а также в силу использования формального экономико-математического аппарата для количественной оценки сценариев мы вводим предпосылку, что поведение экономических агентов является ответственным и консервативным, то есть в каждом сценарии мы получаем «равновесные» для данных условий значения переменных, достижение которых на практике невозможно. (Это замечание наиболее актуально в отношении сценариев, предполагающих падение цен на нефть.)

Наши расчеты позволяют получить достаточно осторожные оценки динамики основных макроэкономических показателей российской экономики в случаях как высоких, так и низких цен на нефть. Это фактически означает, что реальные события при понижении цен на нефть с учетом ожиданий экономических агентов будут развиваться

по худшему сценарию. Поэтому власти должны быть готовы в таком случае принимать меры, направленные хотя бы на смягчение выявленных в расчетах негативных последствий. Аналогично в условиях высоких цен на нефть все сценарии также представляются консервативными и показывают нижнюю границу возможных вариантов развития экономики.

Моделирование динамики основных показателей развития экономики и, в частности, денежной сферы производилось на основе разработанной в ИЭПП модели среднесрочного прогнозирования<sup>10</sup>. В целях настоящего исследования модель была переоценена на более длинных рядах данных, вплоть до настоящего времени, кроме того, в нее был добавлен ряд дополнительных показателей.

В качестве начальных значений были приняты предварительные оценки итоговых значений показателей в 2006 г.

### *Результаты моделирования*

Результаты моделирования динамики основных макроэкономических показателей по сценариям приведены в таблице.

*Сценарий I.* Согласно полученным результатам при инерционном развитии экономики РФ совокупный прирост реального ВВП за 5 лет (2007–2011 гг.) составит примерно 25%, при этом годовые темпы прироста реального ВВП к концу периода снизятся до 3,5%. Уменьшение темпов роста объясняется снижением уровня рентабельности и стабилизацией объемов экспорта нефти и газа в условиях сохранения настоящей (преимущественно сырьевой) отраслевой структуры. С учетом роста реального курса рубля это позволит экономике России выйти в 2011 г. на объем ВВП, равный 1,5 трлн долл. США (по текущему курсу).

Несмотря на некоторое снижение государственных доходов (примерно до 22,5–23% ВВП вследствие снижения вслед за ценами уровня налогообложения нефтяного сектора и общего снижения уровня рентабельности в экономике), баланс федерального бюджета остается положительным (не менее 4% ВВП). Результатом этого, в частности, является накопление к концу 2011 г. Стабилизационного фонда в размере 25–26% ВВП (380–390 млрд долл.).

Политика ЦБ РФ по накоплению золотовалютных резервов и ограничению годовых темпов укрепления реального курса рубля за счет стерилизации валютных интервенций приведет к тому, что величина золотовалютных резервов составит 405–415 млрд долл.

<sup>10</sup> Подробнее см.: Турунцева М., Юдин А., Дробышевский С., Кадочников П., Попомаренко С., Трушин П. Некоторые подходы к прогнозированию экономических показателей / Сер. «Научные труды». № 89. М.: ИЭПП, 2005; отдельные блоки модели представлены также в работах: Дробышевский С., Носко В., Энтов Р., Юдин А. Эконометрический анализ динамических рядов основных макроэкономических показателей / Сер. «Научные труды ИЭПП», № 34. М., 2001; Энтов Р., Носко В., Юдин А., Кадочников П., Попомаренко С. Проблемы прогнозирования некоторых макроэкономических показателей / Сер. «Научные труды ИЭПП». № 46. М., 2002.; Носко В., Бузаев А., Кадочников П., Попомаренко С. Анализ прогнозных свойств структурных моделей и моделей с включением результатов опросов предприятий / Сер. «Научные труды ИЭПП». № 64. М., 2004.; Карасев Г., Четвериков С. Структурные модели обменных курсов рубля / Сер. «Научные труды ИЭПП». № 88. М., 2005.



## Сценарные прогнозы развития экономики России в 2007—2011 гг.

Сценарий	Реальный ВВП (прирост за период, %)	Инфляция (2011 г., %)	Доля населения с доходами ниже прожиточного минимума (%; 2006 г. — 15,8%)	Доля денежных доходов первого квинтиля (%; 2006 г. — 5,4%)	Номинальный обменный курс рубля к доллару США (руб./долл., 2011 г.)	Реальный эффективный курс рубля (прирост за период, %)	Золотовалютные резервы (млрд долл., 2011 г.)	Объем Стабилизационного фонда РФ (% ВВП, 2011 г.)
I	+25—26	6,0	12,1	4,9	29,5—30,5	+34—35	405—415	26
II	+21—21,5	7,0	17,0	5,7	29—30	+39—40	310—320	17
III	+26—27	4,0	11,0	4,8	28,5—29,5	+29—30	440—450	27
IV	+11—12	4,0	15,0	5,2	22—23	+44—45	300	25
V	+5,5—6,5	6,0	16,3	5,4	40—42	-8—9	90—100	0*
VI	-0,5—1	4,5	16,7	5,4	37—38	-6—7	300	0*
VII	-3—4	3,0*	18,3	5,7	27,0	+19—20	0*	0*

\* 2009 г.

Суммарный рост реального эффективного курса рубля за 5 лет составляет примерно 35% (+48% к уровню накануне кризиса 1998 г.). При этом номинальный курс рубля к концу 2011 г. будет равен примерно 29,5—30,5 руб./долл.

Следствием такой политики станет достижение в 2009—2010 гг. нулевого сальдо счета торгового баланса, то есть прирост золотовалютных резервов, начиная с 2010 г., будет происходить только за счет притока капитала. Темпы прироста денежной массы хотя и снижаются (до 9—10% в 2010—2011 гг.), но остаются выше инфляции. Монетизация стабилизируется на уровне около 34—35% ВВП. Согласно нашим оценкам, в рамках данного сценария невозможно снижение инфляции в 2011 г. ниже 6,0%. Совокупный рост цен за пять лет составит не менее 40%.

Сохранение высоких цен на нефть, рост доходов в экономике в целом и реальной заработной платы на фоне достаточно высокой инфляции и укрепления рубля усиливают тенденцию к углублению дифференциации доходов населения при снижении уровня бедности. Согласно нашим оценкам, за пять лет к 2011 году доля денежных доходов первого квинтиля (с наименьшими доходами) снизится с 5,4 до 4,9%, доля населения с доходами ниже прожиточного минимума — с 15,8 до 12,1%<sup>11</sup>.

*Сценарий II.* Дополнительное увеличение бюджетных расходов на 2 пп. ВВП приведет к заметному ухудшению ряда показателей. Так; совокупный рост ВВП за рассматриваемый период в этом случае не превысит 21,5%, а инфляция не опустится ниже 7,0%.

<sup>11</sup> В рамках модели предполагается, что прожиточный минимум изменяется пропорционально реальному ВВП на душу населения, что, в общем случае, не совсем корректно. В условиях высоких цен на нефть и опережающего роста регулируемых тарифов дефлятор ВВП, вероятно, будет выше, чем темп роста прожиточного минимума, и, следовательно, полученные нами оценки масштабов снижения доли населения с доходами ниже данного уровня являются заниженными.

Соответственно, произойдет снижение уровня дифференциации доходов населения: доля денежных доходов первого квинтиля вырастет с 5,4 до 5,7%, однако, несмотря на рост бюджетных расходов, доля населения с доходами ниже прожиточного минимума также возрастет с 15,8 до 17,0%.

Профицит федерального бюджета сокращается к 2011 г. до 1,0% ВВП, совокупный рост реального курса рубля достигнет 39% (+52% к уровню накануне кризиса 1998 г.). Объем Стабилизационного фонда не превысит 17% ВВП.

*Сценарий III.* Более низкие темпы инфляции к 2011 г. — 4% — при отсутствии бюджетной экспансии потребуют дополнительной стерилизации денежной эмиссии в размере примерно 200 млрд руб. в год по сравнению с инерционным сценарием. Такой объем стерилизации может быть достигнут за счет использования описанных выше дополнительных инструментов денежной политики ЦБ РФ, помимо накопления средств на счетах Стабилизационного фонда. Совокупный рост ИПЦ за пять лет не превысит 35%. При этом благодаря более медленному росту реального курса рубля (не более 30%) совокупный рост реального ВВП за пять лет превысит показатели первого сценария.

Так же как и в сценарии I, сохраняется тенденция к усилению дифференциации доходов населения и снижению уровня бедности, что приведет к уменьшению к 2011 г. доли денежных доходов первого квинтиля с 5,4 до 4,8%, а доли населения с доходами ниже прожиточного минимума — с 15,8 до 11,0%.

*Сценарий IV.* Изменения в динамике макроэкономических показателей в данном сценарии, предполагающем номинальное укрепление рубля, гораздо более заметные. Так, при сохранении объема резервов ЦБ РФ на уровне конца 2006 г. (около 300 млрд долл.) номинальный курс рубля укрепляется к концу 2007 г. до отметки ниже 18 руб./долл. (на 30–35% за год), что приводит к формированию отрицательного сальдо торгового баланса уже на рубеже 2007–2008 гг. Рост реального курса за 2007–2011 г. составит до 45% (55–60% к июлю 1998 г.)

Суммарный рост реального ВВП за пять лет не превысит 11,5%, дефицит торгового баланса в 2011 г. может достигнуть 35–40 млрд долл. (около 15% экспорта). В то же время за счет отсутствия масштабных покупок валюты и денежной эмиссии годовые темпы прироста денежной массы к концу периода снижаются до 4,5–5%, что приводит к снижению и годовых темпов инфляции примерно до 4% в год (не более 35% за пять лет).

Соответственно, замедлится снижение уровня дифференциации доходов населения: доля денежных доходов первого квинтиля снизится с 5,4 до 5,2%, однако доля населения с доходами ниже прожиточного минимума также останется достаточно высокой — не ниже 15,0%.

Объем Стабилизационного фонда в сценарии IV к концу 2011 г. достигнет 20–25% ВВП.

Анализ результатов реализации четырех сценариев в условиях высоких цен на нефть позволяет сделать некоторые выводы относительно последствий альтернативных мер экономической политики.

В условиях инерционного сценария экономика демонстрирует достаточно хорошие показатели. Темпы роста реального ВВП остаются одними из самых высоких среди рассмотренных сценариев, при этом инфляция находится в приемлемых, по нашему мнению, пределах. Рост реального курса приводит к снижению активного сальдо торгового баланса, но на фоне сохранения средних темпов роста реального ВВП потенциально создает условия для притока иностранного капитала и расширения несырьевого сектора экономики.

Сценарий с увеличением бюджетных расходов, исходя из проведенных модельных расчетов, демонстрирует, по сути, непринципиальные изменения в макроэкономических параметрах по сравнению с базовым сценарием. Это объясняется относительно умеренными масштабами таких дополнительных расходов и прекращением дальнейшей бюджетной экспансии при стабилизации цен на нефть на уровне 45 долл. за баррель. Однако расчеты убедительно показывают, что и при таких масштабах снижения жесткости бюджетной политики действия правительства оказывают заметные негативные последствия на экономику.

Сравнительный анализ двух вариантов (сценарии III и IV) экономической политики в условиях высоких цен на нефть (различающихся дополнительной стерилизацией и допущением номинального удорожания курса рубля) показывает, что первый вариант является более предпочтительным. Масштабы дополнительной стерилизации по сравнению с инерционным сценарием не представляются чрезмерными, а при реализации указанных нами ранее дополнительных мер реалистичной представляется стерилизация и в больших масштабах. Иными словами, в этом сценарии возможно достижение более низких темпов инфляции, сопоставимых с инфляцией в сценарии с номинальным укреплением рубля. Однако в сценарии IV такая низкая инфляция достигается путем резкого замедления темпов экономического роста.

*Сценарий V* (предполагающий постепенное снижение цен на нефть) наглядно демонстрирует существующую зависимость экономики РФ от цен на нефть и фактически показывает угрозу кризисного развития ситуации даже без учета качественных изменений в ожиданиях и поведении экономических агентов на фоне падающих цен на нефть.

Согласно полученным расчетам, при данном сценарии совокупный прирост реального ВВП за 5 лет (2007–2011 гг.) составит не более 6%, при этом в 2010–2011 гг. годовые темпы прироста реального ВВП будут отрицательными (до -2,0%). Объем ВВП России в 2011 г. не превысит 900 млрд долл. (по текущему курсу) — почти на 40% меньше, чем в первом сценарии.

Доходы федерального бюджета упадут до уровня ниже 14,5%, что означает возникновение дефицита федерального бюджета уже в 2008 г. (при ценах на нефть в 30 долл.). Ожидается полное исчерпание средств Стабилизационного фонда РФ уже в 2010 г., на фоне дефицита федерального бюджета в 2010–2011 гг. в размере не менее 4,5% ВВП.

В рамках данного сценария мы предполагали, что политика ЦБ РФ сводится к постепенной девальвации рубля за счет валютных интервенций. Очевидно, что такая политика трудно реализуема на практике вследствие вероятной атаки на рубль. Однако без учета

влияния ожиданий экономических агентов, согласно расчетам по модели, к концу 2011 г. рубль обесценится примерно в полтора раза по сравнению с концом 2006 г. (более 40 рублей за доллар), что будет «стоять» ЦБ РФ примерно 200 млрд долл. золотовалютных резервов (объем ЗВР на конец 2011 г. не превысит 110 млрд долл.).

Реальный эффективный курс рубля за 5 лет снизится примерно на 8–9%, однако вследствие падения цен на нефть сальдо торгового баланса становится отрицательным.

Поскольку в рамках модели мы не рассматриваем вариант дополнительного эмиссионного финансирования дефицита бюджета и вливания денег в экономику в условиях кризисных явлений, темпы роста денежной массы сокращаются практически до нуля, уровень монетизации ВВП падает до 30–31%. Однако вследствие переноса курса в цены соответствующего снижения темпов инфляции не происходит. Накопленный индекс потребительских цен за 5 лет составит почти 40%, при этом в 2011 г. тенденция к снижению инфляции нарушается, и рост цен в этом году будет выше, чем в 2010 г.

*Сценарий VI.* Как мы уже отмечали выше, сценарий развития экономики, предполагающий отказ ЦБ РФ от контроля за курсом в условиях резкого падения цен на нефть, является весьма условным. На практике в силу качественных изменений в поведении всех участников рынка и очевидных политических последствий такого решения для денежных властей описываемое развитие событий вряд ли возможно.

Согласно нашим расчетам, в условиях неизменного поведения остальных участников рынка при заданном снижении цен на энергоносители годовое падение номинального курса рубля к доллару составит более 25%, а за весь рассматриваемый период рубль обесценится примерно на 40%, что меньше, чем в сценарии с постепенным снижением цен на нефть.

Вследствие негативного шока темпы роста реального ВВП становятся отрицательными уже в 2008 г. и остаются на данном уровне в течение всего периода (совокупное снижение ВВП за 5 лет составит не более 1%), однако уже в 2011 г. вследствие развития процессов импортозамещения и адаптации экономики к низким ценам на нефть намечается тенденция к выходу темпов роста из отрицательной области. Примечательно, что сальдо торгового баланса во все годы остается положительным.

Тяжелее всего резкое падение цен скажется на бюджетной сфере: средства Стабилизационного фонда заканчиваются уже в начале третьего года низких цен (2009 г.), при этом дефицит федерального бюджета колеблется в пределах 5,0–5,5% ВВП (без учета очевидных предположений о необходимом снижении бюджетных расходов в сложившихся обстоятельствах).

В данном сценарии мы не предполагаем возможность дополнительной эмиссии, связанной с необходимостью финансировать дефицит федерального бюджета, поэтому темпы прироста денежной массы становятся еще ниже, чем в сценарии V. Проведение жесткой денежно-кредитной политики позволяет ослабить перенос падения курса в цены, и инфляция в 2011 г. снижается до 4,5%.

С точки зрения уровня жизни населения, согласно нашим расчетам, данный сценарий позволяет в значительной степени законсервировать текущую ситуацию. Так, доля денежных доходов первого квинтиля останется фактически неизменной на уровне около 5,4%, а доля населения с доходами ниже прожиточного минимума вырастет примерно до 16,7%.

*Сценарий VII.* Альтернативой политике номинальной девальвации рубля является политика поддержания курса рубля на фиксированном уровне. Расчеты в рамках данного сценария показали, что при фиксации курса рубля к доллару на уровне 27,0 руб./долл. золотовалютных резервов хватает на удержание курса в течение 4 лет, в начале 2011 г. резервы исчерпываются до нуля. Однако, как отмечалось выше, полученные в данном сценарии количественные оценки являются максимально условными, так как в реальности проведение политики фиксированного курса рубля в условиях резкого падения цен на нефть означает неминуемое возникновение атаки на рубль уже в течение первого года, и золотовалютные резервы кончатся значительно быстрее, чем это показывает модель.

Модель недооценивает и масштабы снижения уровня жизни населения. Согласно модельным расчетам, доля денежных доходов первого квинтиля несколько увеличивается — с 5,4 до 5,7%, тогда как доля населения с доходами ниже прожиточного минимума вырастет с 15,8 до 18,3%.

\* \* \*

Сравнительный анализ проведенных оценок последствий трех кризисных сценариев позволяет сделать некоторые выводы. В рамках заданных предпосылок при снижении цен на нефть не существует реальной возможности избежать серьезного замедления роста и стагнации экономики. Вместе с тем у России есть возможность не доводить ситуацию до кризиса, сопоставимого по масштабам с событиями второй половины 1998 года. Наименьшие потери экономика несет в случае выбора политики номинальной девальвации рубля при падении цен на нефть, однако при реализации данного варианта следует учитывать возникающие политические ограничения. Кроме того, в данном варианте, аналогично послекризисному развитию в конце 1998 г., можно ожидать ускорения экономического роста вследствие эффекта импортозамещения при снижении реального курса национальной валюты.

Маловероятным представляется случай резкого (более чем в 2 раза) падения цен на нефть в течение одного года. Следовательно, с точки зрения динамики нефтяных цен более вероятным является пятый сценарий, и варианты политики, по-видимому, будут реализовываться в условиях этого сценария. Отпуск ЦБ РФ номинального курса рубля в свободное плавание в условиях более высоких, хотя и снижающихся, цен на нефть, когда экономика обладает большим запасом прочности, снижает объективные трудности реализации данной политики на практике.

Необходимо также отметить, что модель, возможно, переоценивает зависимость экономики России от цен на нефть. На протяжении последних лет важным фактором экономического роста стали масштабные инвестиции, а в модели отражена в первую очередь взаимосвязь динамики сырьевых цен и темпов экономического роста.

Рассмотрение различных сценариев развития экономики России в условиях высоких и низких цен на энергоносители позволяет выявить варианты политики, реализация которых обеспечивает достижение относительно лучших показателей развития экономики в обоих случаях.

При высоких ценах на нефть такой политикой является политика максимальной стерилизации операций ЦБ РФ на валютном рынке при накоплении золотовалютных резервов. Основной проблемой при реализации данной политики является то, что положительные последствия ее проведения реализуются на практике в средне- и долгосрочной перспективе, тогда как трудности с проведением жесткой денежной политики финансовые власти ощутят незамедлительно.

При снижении цен на нефть лучшей представляется политика девальвации рубля. При этом критически важным на начальной стадии снижения цен на энергоносители до их приближения к нижней точке спада является подача сигнала о том, что денежные власти, несмотря на возможные политические последствия, не будут стараться поддерживать курс рубля на текущем уровне и тратить свои золотовалютные резервы. Это позволит свести спекулятивные атаки на рубль к минимуму и ослабить влияние кризиса на экономику.