

## *Введение*

Ключевой проблемой экономической политики, равно как и научных дискуссий последних пяти лет является макроэкономическая стабилизация. За период 1992-1995 годов правительством посткоммунистической России было предпринято несколько попыток решения этой задачи, однако лишь последняя из них имеет шанс быть более или менее последовательно реализованной. Во всяком случае, она стала самой продолжительной по времени и самой глубокой по характеру воздействия на народное хозяйство страны.

Несмотря на относительно короткий по историческим меркам опыт, история попыток макроэкономической стабилизации в России 90-х годов является уже достаточно хорошо изученным феноменом<sup>1</sup>. Правда, проведенные до сих пор исследования были в основном посвящены анализу причин провала этих попыток на протяжении 1992-1994 годов. Поступательное движение от коммунизма до последнего времени сочеталось в России с сохранением высокой инфляции и, следовательно, отсутствием экономического роста, что не могло не иметь негативных экономических и политических последствий.

В 1995 году ситуация претерпела существенные изменения. Стабилизация, начатая на рубеже 1994-1995 годов, стала самой длительной в современной России. Ее осуществление подводит черту под многочисленными дискуссиями о механизме посткоммунистической макроэкономической стабилизации и одновременно вновь (как и в начале 90-х) резко актуализирует проблемы постстабилизационного развития, или, говоря более конкретно, альтернативных экономико-политических моделей, обеспечивающих устойчивый посткоммунистический рост. Пришла пора более подробно рассмотреть возникающий здесь комплекс вопросов.

---

<sup>1</sup> The Gaidar Programme: Lessons for Poland and Eastern Europe / M.Dabrowski, ed. CASE: Warsaw, 1993; Гайдар Е. Экономическая реформа: прошло четыре года // Вопросы экономики. 1995. N 12; May В.А. Экономика и власть, 1985-1994 г. /М.: Дело, 1995; Финансовая стабилизация в России: июнь 1995 г. / А.Илларионов, Дж. Сакс, ред. М.: Прогресс-Академия, 1995; Синельников С. Бюджетный кризис в России: 1985-1995 годы. М.: Евразия, 1995. Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия. М.: Экономика, 1994; Granville В. The Success of Russian Economic reforms. London, The Royal Institute of International Affairs, 1995; Skidelsky R., H.Halligan. Macroeconomic Stabilisation in Russia: Lessons of reform, 1992-1995. SMF: London, 1996; Road Maps of the Transition. IMF: Washington DC, 1995.

Экономико-политические проблемы стабилизации и ее итоги - именно этот сюжет находился в центре внимания авторов при предлагаемой читателю работы.

Конкретному опыту нынешней попытки макроэкономической стабилизации посвящен ее первый раздел. В его рамках мы намерены специально рассмотреть следующие проблемы: экономико-политические факторы, способствовавшие макроэкономической стабилизации 1995 года; реальные и оптимальные действия Правительства и Центрального Банка; экономические, социальные и политические последствия стабилизационного курса; существующие альтернативы дальнейшего экономического развития страны; и, наконец, факторы, детерминирующие выбор определенной экономико-политической модели в обозримом будущем.

Понятно также, что при анализе всего этого комплекса сюжетов было бы недостаточно ограничиваться исключительно стабилизационной фазой развития российской экономики. При всей ее важности, макроэкономическая стабилизация представляет собой тему наиболее изученную, неоднократно проверенную на опыте десятков стран второй половины XX столетия. Для понимания тенденций развития посткоммунистической России важно осмыслить некоторые устойчивые закономерности формирования экономической политики, выявить внутреннюю логику системной трансформации. Этому посвящен наш второй раздел.

# Раздел первый

## Макроэкономическая стабилизация и альтернативы экономической политики

---

### *1.1 Факторы экономической политики 1995 года*

Устойчивость третьей попытки макроэкономической стабилизации была обусловлена набором важных и весьма разнообразных факторов, которые сложились в экономической и политической жизни России на рубеже 1994-1995 годов. Среди них можно выделить несколько наиболее благоприятных для макроэкономической стабилизации.

Прежде всего к концу 1994 года были приняты правовые и политические решения, ставившие конец практике неограниченного эмиссионного финансирования народного хозяйства. Еще раньше, в 1993-1994 года были закрыты такие каналы для денежной эмиссии, как льготное кредитование Центробанком отраслей народного хозяйства и технические кредиты странам СНГ - выдача и тех и других кредитов теперь должна была осуществляться через бюджет в пределах утвержденных значений, единственным по сути дела источником эмиссионного финансирования оставались кредиты Центробанка Правительству. Однако осенью 1994 года решено было от таких кредитов отказаться.

Новые конституционно-правовые условия также способствовали проведению стабилизационного курса при наличии у Правительства политической воли для его осуществления.

Во-первых, Конституция 1993 года крайне затруднила принятие законодателями бюджетных решений популистского характера. Процесс законотворчества был введен в очень жесткую процедуру, причем решения, касающиеся бюджета, могли приниматься Государственной Думой только при наличии заключения Правительства. Все это делало ситуацию радикально отличной от бюджетных дискуссий в Верховном Совете 1992-1993 годов, когда бюджетные поправки принимались "с голоса" и могли легко пересматриваться в любой момент. Наконец, баланс сил в Государственной Думе 5-го созыва не благоприятствовал принятию каких бы то ни было бюджетных поправок: левые и правые фракции

автоматически блокировали предложения друг друга, и Правительству оставалось лишь маневрировать, чтобы добиваться одобрения представленного им варианта.

Во-вторых, Центральный Банк стал независимым от законодателей органом. Правда, на протяжении 1995 года все еще сохранялась существенная зависимость от исполнительной власти, поскольку во главе ЦБР оставался "исполняющий обязанности председателя", а выдвижение кандидатуры являлось прерогативой Президента. Однако поддержка Б.Ельциным стабилизационного курса Правительства нейтрализовывала подобную уязвимость положения руководства ЦБР.

Следует отметить и определенные изменения субъективного характера, которые также способствовали началу стабилизационного курса. В принципе задача стабилизации при всей ее масштабности не является интеллектуально чрезвычайно сложной. Для ее осуществления необходимы политическая воля и готовность общества (и прежде всего влиятельных экономико-политических агентов) принять болезненные меры, которые сопровождают такой курс. Готовность же эта проистекает обычно из двух источников: или в стране имеются мощные социально-политические мотивы, консолидирующие основные социальные силы страны для выхода из экономического кризиса; или имеется тяжелый и болезненный собственный опыт, который постепенно подводит влиятельное большинство к принятию стабилизационного курса<sup>2</sup>. Примером первого могут служить страны Центральной и Восточной Европы, ключевым мотивом действий которых стала задача скорейшего освобождения от советского влияния и сближение (политическое, экономическое, психологическое) со странами Запада. Второй вариант характеризует развитие событий в большинстве латиноамериканских государств в период после второй мировой войны, а также ситуацию в России и некоторых близких ей республик бывшего СССР.

В России на протяжении 1991-1994 годов был накоплен определенных интеллектуальный и психологический опыт функционирования народного хозяйства в условиях рыночной системы. Можно сказать, что за эти годы удалось преодолеть ряд заблуждений, оказывавших существенное воздействие на отечественную экономическую политику последних десятилетий. Зима 1991-1992 годов показала, что товарный дефицит является в России (как и в большинстве других стран) фактором экономическим, а не производственным, то есть устраняется при отказе от

---

<sup>2</sup> О согласовании интересов различных социальных групп вокруг осуществления задач макроэкономической стабилизации см.: Alesina A. Political Models of Macroeconomic Policy and Fiscal Reform. The World Bank: Washington DC, 1991, p. 20-22.

административного контроля за ценами. Связь инфляции с бюджетным дефицитом практически не осознавалась в обществе вплоть до 1993 года. Наконец, еще год ушел на осознание непосредственной связи между ростом денежной массы и инфляцией, а также на признание существования некоторых (подвижных) временных лагов между изменением денежной политики и ситуацией на рынке<sup>3</sup>. К концу 1994 года в российской политической элите сложилось в общем понимание необходимости идти по пути реализации достаточно стандартного набора стабилизационных мероприятий.

Вместе с тем переход к стабилизационному курсу был для Правительства исключительно сложен по причинам политического характера. К концу 1994 года Президент России стоял перед выбором путей и механизмов консолидации власти и стабилизации социально-экономических процессов в стране. *С одной стороны*, существовала возможность консолидации власти через проведение макроэкономической стабилизации, укрепление институтов рыночной демократии и постепенный выход на траекторию послекризисного экономического роста. *С другой стороны*, можно было попытаться пойти по пути ужесточения политического режима, перехватить агрессивно-националистические лозунги оппозиции (прежде всего КПРФ и ЛДПР), начать проводить конфронтационную внутреннюю и внешнюю политику, стремясь на этой волне расправиться с политическими конкурентами и расчистить политическое пространство от разного рода претендентов на власть как справа, так и слева.

В Администрации Президента и в Правительстве единства, как обычно, не было, причем впервые за годы посткоммунистических реформ острые противоречия в президентском окружении были столь очевидны и, казалось, непримиримы. В.Черномырдин и А.Чубайс при поддержке Президента приступили к осуществлению курса на последовательную макроэкономическую стабилизацию. Силловые ведомства и ряд других близких Б.Ельцину политиков также при поддержке Президента приступили к решению чеченской проблемы военными средствами, что создавало опасность перерождения демократического режима в авторитарный. Перспективы той или иной линии находились в зависимости от конкретного развития событий, от

---

<sup>3</sup> Игнорирование проблемы временных лагов стало последней по времени и наиболее существенной ошибкой правительства В.Черномырдина, приведшей к резкому ухудшению экономической ситуации осенью 1994 года и толкнувшей исполнительную власть на путь последовательной стабилизации. (См.: Делягин М. Учет изменчивости временного лага при прогнозировании инфляции на основе динамики денежной массы // Вопросы экономики. 1995. № 8 ).

способности их сторонников реализовать стоящие перед ними задачи, демонстрировать эффективность своей деятельности.

Январь 1995 года был неблагоприятен для обеих альтернатив.

Войну в Чечне не удалось завершить легкой и впечатляющей победой, показывающей эффективность оружия и демонстрирующей способность российских властей решать политические проблемы (и прежде всего проблему консолидации власти) силовыми методами.

Исключительно тяжелой оставалась и экономическая ситуация. Под влиянием инфляционистской политики лета-осени 1994 года произошло резкое ухудшение основных макроэкономических показателей. Месячная инфляция достигла 17 процентов, произошло резкое падение уровня жизни. Одновременно была предпринята беспрецедентная атака на рубль со стороны игравших на понижение его курса банковских структур. Но Центробанку удалось в конце концов удержать курс рубля от резких колебаний (аналогичных "черному вторнику" 11 октября 1994 года), хотя в результате проведенных тогда масштабных интервенций валютные резервы ЦБ сократились до значений, сопоставимых с уровнем 1992 года.

Однако к весне прошлого года начала давать плоды возобновленная в конце осени политика по ограничению денежной массы, усиленная отказом Правительства от инфляционного финансирования бюджетного дефицита. Стало ясно, что Президент вновь отдает предпочтение экономическому варианту консолидации режима, надеясь использовать политику макроэкономической стабилизации как важный аргумент в предстоящей предвыборной кампании.

### *Основные параметры макроэкономической политики 1995 года*

**Контуры денежной программы.** Целью денежно-кредитной политики в 1995 г. провозглашалось снижение среднемесячных темпов инфляции с 10,5 % в 1994 г. до 4%, причем к концу года предполагалось достичь уровня 1%. Программа правительства и ЦБ исходила из ориентировочного роста денежной массы в среднем 4,2% в месяц. Эта программа была согласована с Международным Валютным Фондом при выделении России кредита "stand-by", размером 6,4 млрд. долл. Ее основные параметры были зафиксированы в Совместном заявлении Правительства и Центрального банка РФ об экономической политике на 1995 год.

Для контроля за ростом денежной массы были установлены ежемесячные ограничения на рост чистых внутренних активов денежно-кредитных органов, а также предельные размеры чистых требований к правительству. Накопление чистых внутренних активов ограничивалось 88% к концу года. Динамика внешних активов ЦБ определялась в программе целевыми показателями роста чистых международных резервов.

Денежная программа предусматривала отказ от использования прямых кредитов Центробанка для финансирования дефицита федерального бюджета. Допускался лишь краткосрочный кредит на покрытие кассового разрыва в первом квартале, не превышающий 3,5 трлн. рублей. Дефицит бюджета в рублевой части предполагалось в основном покрывать за счет продажи государственных ценных бумаг. Согласно программе, кредитование коммерческих банков должно было осуществляться лишь на рыночной основе по аукционной ставке. Ставка рефинансирования коммерческих банков не могла быть ниже чем аналогичная ставка межбанковского рынка.

Программа финансовой стабилизации-95 не предусматривала фиксации курса рубля и не накладывала никаких обязательств относительно его динамики. (Хотя ориентировочно предусматривалась плавная ревальвация рубля на 8% в первом полугодии, сменяющаяся медленной девальвацией на 4% во втором.) Таким образом, изначально выбор был сделан в пользу ортодоксальной стабилизации на основе контроля за денежной массой, а не с помощью стандартного механизма номинального якоря (путем фиксации обменного курса). Данный подход является более гибким и имел весьма веские основания в той ситуации, в которой оказались российские финансовые рынки в конце 1994 г.

Во-первых, после инфляционной вспышки конца 1994 г., повлекшей серию спекулятивных атак на рубль, валовые валютные резервы Центробанка истощились до критически низкого уровня 1,5 млрд. долл. (на конец января 1995 г). К тому моменту правительство было готово осуществить вынужденную резкую девальвацию рубля. Эта мера позволила бы быстро восполнить внешние резервы, но усилила бы и без того высокую инфляцию. Однако, исходя из опыта валютного кризиса октября 1994 года подобная мера с большой вероятностью могла привести к смене Правительства.

Во-вторых, фиксация обменного курса была невозможна из-за недостаточного доверия к денежной программе Правительства. В начале 1995 г. еще не было ясно,

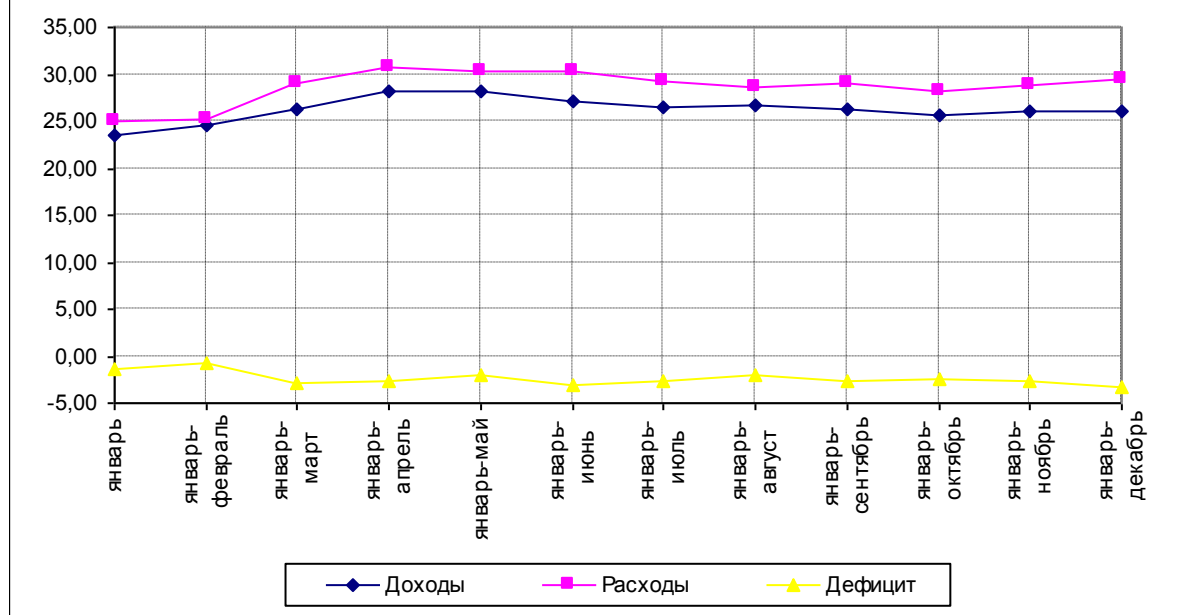
насколько оно будет в дальнейшем привержено провозглашенной политике. Любая попытка возврата к практике инфляционного финансирования дефицита бюджета при фиксированном курсе была бы равнозначна полному провалу экономической политики Правительства. Поэтому необходимы были достаточно жесткие действия со стороны Правительства и ЦБ в первом квартале, чтобы в феврале окончательно решился вопрос о выделении кредита МВФ, и денежная программа стала реальностью.

**Исполнение бюджета в 1995 году.** Недооценка инфляции на 1995 год, а соответственно и всех номинальных цифр плана бюджета, привела к тому, что доходы федерального бюджета в 1995 году по сравнению с доходами, планируемыми в законе от 14 марта были больше в 1,3 раза. Инфляция же, как отмечалась, была в 1,44 раза выше, чем заложено в бюджетных расчетах. Отмеченное несовпадение объясняется завышением в бюджетных расчетах реальных доходов бюджета. Тем не менее, достигнутое перевыполнение плана по доходам позволило профинансировать расходы в размере большем, чем было первоначально запланировано, но только на 115%. Формальная причина меньшего перевыполнения плана по расходам состоит в невыполнении плана по финансированию дефицита. Размер дефицита был сокращен на 12,8 трлн. руб., т.е. на 17% от запланированного. Важно отметить, что разные виды расходов корректировались по-разному. Так, например, расходы на социальную политику профинансированы на 270%, на государственное управление - 132%, оборону - 122%, расходы на культуру и искусство профинансированы только на 108%.

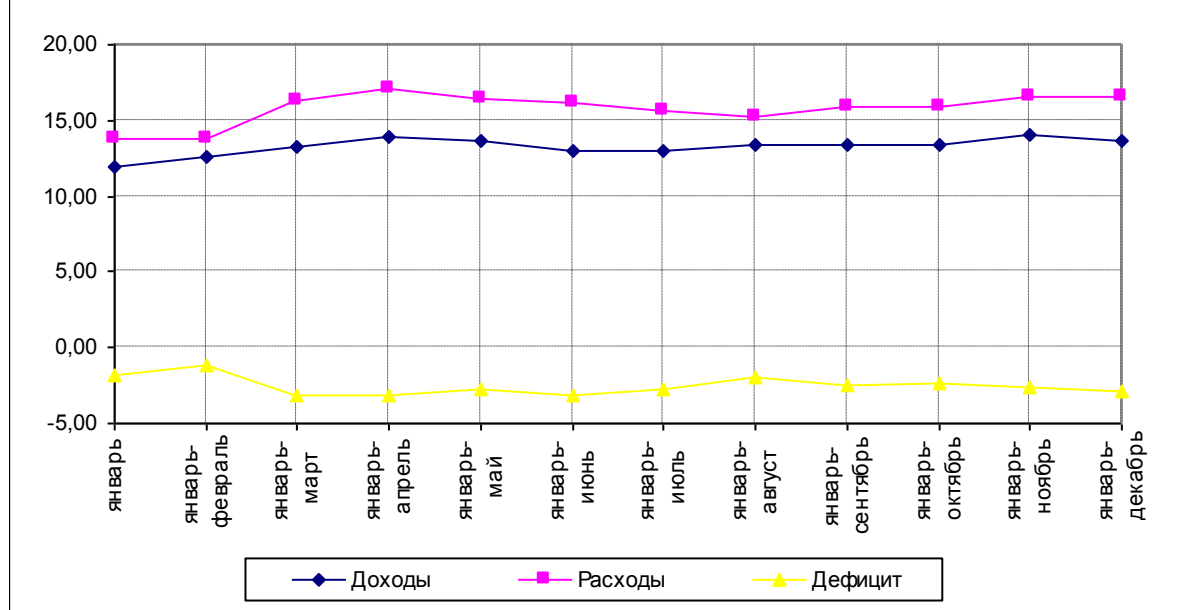
Ситуация с исполнением бюджета в 1995 году в целом была стабильная. Налоговые поступления в консолидированный бюджет выросли с 21,5 % ВВП в начале года до 25% ВВП к апрелю 1995 года. К концу года налоговые поступления упали до 21,7% ВВП (см. рис. 1). Налоговые поступления в федеральный бюджет в 1995 году составляли около 10% - 11% ВВП (см. рис.2). Неналоговые поступления в консолидированный бюджет составляли от 2,2% ВВП до 3,3% ВВП, при этом их подавляющая часть (около 70% - 90%) представляла собой доходы федерального бюджета и их динамика позволяла элиминировать колебания расходов бюджета. В целом доходы консолидированного бюджета в 1995 году составили 26,1% ВВП, доходы федерального бюджета - 13,7% ВВП, а с учетом заключительных оборотов по 1995 году - около 13,85% ВВП.



**Рисунок 1. Доходы, расходы и дефицит Консолидированного бюджета РФ в % ВВП в 1995 г.**



**Рисунок 2. Доходы, расходы и дефицит Федерального бюджета РФ в % ВВП в 1995 году**



Расходы федерального правительства начиная с первого квартала осуществлялись исходя из реальных бюджетных возможностей. Расходы федерального бюджета исполнялись в меру поступления доходов, средств, привлекаемых на финансовом рынке, внешних кредитов и кредита, предоставленного ЦБ РФ Правительству в первом квартале на покрытие кассовых разрывов (1,36% ВВП). Таким образом, принятый в Законе о бюджете на 1995 год порядок финансирования

Правительства, исключивший кредиты ЦБ (за исключением отмеченного выше) из числа его источников, оказал самое серьезное влияние на повышение ответственности за расходы бюджета.

По сравнению с 1994 годом в первом квартале расходы и ссуды за вычетом погашений федерального правительства сократились с 20,7% ВВП до 14,5% ВВП, расходы и ссуды за вычетом погашений - с 24,2% ВВП до 16,3% ВВП, соответственно. За три месяца 1995 года расходы федерального бюджета составили 83% плана первого квартала. Во втором квартале ситуация оставалась примерно такой же и в целом за полугодие расходы федерального правительства составили 14,6% ВВП, расходы и ссуды за вычетом погашений - 16,2% ВВП.

За шесть месяцев расходы федерального бюджета составили 98% плана первого полугодия. При этом наибольший процент выполнения плана наблюдается по расходам на пополнение госзапасов и резервов - 300% плана полугодия, по прочие расходам - 136%, расходам на международную деятельность - 198%. Наименьший процент - по расходам на социально-культурные мероприятия - 78%, на науку - 84%, на народное хозяйство - 84%. Оборонные расходы профинансированы на 87% плана, расходы на правоохранительную деятельность - на 99%.

По сравнению с прошлым годом в январе - июне 1995 года произошло сокращение расходов федерального бюджета в реальном исчислении на государственное управление с 0,6% ВВП до 0,29% ВВП, на оборону с 4,4% ВВП до 3% ВВП, на правоохранительную деятельность - с 1,7% ВВП до 1,4% ВВП, на науку - с 0,5% ВВП до 0,34% ВВП, на социально-культурные цели - с 1,9% ВВП до 1,3% ВВП, на народное хозяйство - с 2,9% ВВП до 2,7% ВВП.

Расходы консолидированного бюджета России составили за первое полугодие 1995 года 28,2% ВВП (1994 год - 37,8% ВВП), расходы и ссуды за вычетом погашений - 30,2% ВВП (1994 год - 41,5% ВВП).

В третьем квартале следует отметить замедление тенденции к снижению уровня реальных расходов по основным статьям федерального бюджета. Однако к концу года вновь сократились расходы и составили в целом за год на государственное управление - до 0,27% ВВП, на оборону - до 2,87% ВВП, на правоохранительную деятельность - до 1,16% ВВП, на науку - до 0,29 % ВВП, на народное хозяйство - до 2,18% ВВП, на социальные цели - до 1,12% ВВП. При этом возросли расходы на

пополнение государственных запасов, расходы целевых бюджетных фондов, прочие расходы.

За 1995 год в целом бюджет по расходам (несмотря на некоторый рост расходов в последние месяцы года) исполнен на 94,18% по сравнению с цифрами, зафиксированными в декабрьском варианте Закона РФ “О федеральном бюджете на 1996 год”. Расходы федерального бюджета составили за 1995 год 15,2% ВВП, расходы и ссуды за вычетом погашений - 16,6% ВВП, с учетом заключительных оборотов - 16,9% ВВП. Основные расходные статьи профинансированы не более чем на 90%, в том числе на государственное управление - на 87,05%, на оборону и правоохранительные органы - на 83,23%, на народное хозяйство - на 86,93%, на социальные услуги - на 78,45%.

Расходы консолидированного бюджета в сумме со ссудами за вычетом погашений составили в 1995 году 29,4% ВВП против 37% ВВП в 1994 году. При этом расходы на государственное управление составили 0,72% ВВП (1,1% ВВП - в 1994 году), на правоохранительную деятельность - 1,54% ВВП (1,8% ВВП - в 1994 году), на народное хозяйство - 8,16% ВВП (10,1% ВВП - в 1994 году), на социальные цели - 7,65% ВВП (9,6% ВВП - в 1994 году).

Из приведенных данных легко видно, что в реальном выражении расходы федерального бюджета сократились в 1995 году по сравнению с прошлым годом на 34%, расходы консолидированного бюджета - на 21%.

Дефицит федерального бюджета составил 3,1% ВВП в первом квартале и 3,2% ВВП за первое полугодие, 2,7% ВВП за три квартала и 2,93% ВВП в целом за 1995 год (3,05% с учетом заключительных оборотов), против 10,9% ВВП в 1994 году. Таким образом, дефицит бюджета к концу года удалось несколько снизить по сравнению со среднегодовыми значениями.

Как известно, проект бюджета на 1995 год предполагал, что из 30,6 трлн. руб. внутренних заимствований около трети этой суммы будет получено от эмиссии казначейских обязательств. Однако в ходе работы над Заявлением Правительства и ЦБ РФ об экономической политике на 1995 год было принято решение отказаться от нетто - эмиссии этих бумаг, т.к. они размещались под процент, существенно более низкий, чем рыночный. Взамен Минфином разработан новый инструмент заимствований - облигации федеральных займов (постановление Правительства РФ от 15 мая 1995 года № 458). Эти бумаги представляют собой купонные облигации, размещаемые на срок 1

год под плавающий процент, который определяется в соответствии с динамикой ставки по Государственным краткосрочным обязательствам.

Дефицит бюджета за 1995 год профинансирован за счет внутренних источников в объеме 1,41% ВВП и внешних источников - 1,53% ВВП. Финансирование дефицита исполнено на 77,31%. Внутреннее финансирование исполнено на 77,95%, внешнее - на 76,67%.

Среди внутренних источников финансирования наиболее крупным являются ГКО и ОФЗ - 1,66% ВВП. Сберегательный заем принес 0,06% ВВП. Финансирование за счет кредитов ЦБ - отрицательное - 0,07% ВВП, за счет казначейских обязательств и векселей также отрицательное - 0,12% ВВП. На 0,14% ВВП снизились остатки средств бюджета на счетах в банках.

Кредиты международных финансовых организаций составили 1,78% ВВП. Чистое финансирование за счет кредитов правительств иностранных государств, коммерческих банков и фирм было отрицательным - 0,37%. На 0,12% ВВП сократились остатки средств бюджета в иностранной валюте на счетах в банках.

Из приведенных данных видно, что происходящее сейчас ужесточение бюджетной политики сопоставимо, пожалуй, лишь с изменениями 1992 года, когда правительству удалось существенно сократить бюджетные расходы, благодаря похожей макроэкономической ситуации, в которой скачок цен после их либерализации был значительно выше, чем предполагалось в расчетах к бюджету. Как и следовало ожидать, занижение темпов инфляции в 1995 году принятое в расчетах к утвержденному бюджету серьезно облегчило процесс его исполнения. Собранные доходы позволили значительно полнее, чем в предшествующие годы финансировать номинально (в утвержденном проекте) высокие, а реально значительно обесценившиеся расходы федерального правительства. Однако в отличие от 1992 года нынешние бюджетные рестрикции воспринимаются экономическими агентами значительно спокойнее. Если судить по проводимым Институтом экономических проблем переходного периода интервью с руководителями предприятий различных отраслей, выступлениям в прессе, результатам слушаний в Государственной Думе, получатели бюджетных средств жалуются в основном не на низкие объемы финансирования, а на недофинансирование по сравнению с планом, которое, как отмечалось выше, в 1995 году весьма невелико по сравнению с предыдущим годом.

В таблице 1 приведена реконструкция доходов и расходов государства в 1995 году, учитывающая расходы по обслуживанию внутреннего долга (1,44% ВВП) и данные об исполнении государственных внебюджетных фондов (оценка, выполненная на основе отчета об их исполнении за 9 месяцев).

| Таблица 1. Реконструкция государственных доходов и расходов РФ в 1995 году |                        |             |                 |             |                      |            |                          |             |             |
|--|------------------------|-------------|-----------------|-------------|----------------------|------------|--------------------------|-------------|-------------|
|  | Республиканский бюджет |             | Местные бюджеты |             | Внебюджетные фонды * |            | Консолидированный бюджет |             |             |
|  | млрд. руб.             | % ВВП       | млрд. руб.      | % ВВП       | млрд. руб.           | % ВВП      | млрд. руб.               | % ВВП       | % бюдж.     |
| <b>I. НАЛОГОВЫЕ ПОСТУПЛЕНИЯ</b>  |                        |             |                 |             |                      |            |                          |             |             |
| 1. Подоходные налоги, налоги на прибыль                                    | 44245                  | 2,7         | 109020          | 6,6         |                      |            | 153264,7                 | 9,2         | 26,8        |
| 1.1. Подоходный налог с физических лиц                                     | 3250                   | 0,2         | 33178           | 2,0         |                      |            | 36427,7                  | 2,2         | 6,4         |
| 1.2. Налог на прибыль предприятий  | 40995                  | 2,5         | 75842           | 4,6         |                      |            | 116837,0                 | 7,0         | 20,4        |
| 2. Отчисления в фонды социального страхования.                             |                        |             |                 |             | 136600               | 8,2        | 136600                   | 8,2         | 23,9        |
| 2.1. Работающие по найму   |                        |             |                 |             | 3323                 | 0,2        | 3323                     | 0,2         | 0,6         |
| 2.2. Работодатели  |                        |             |                 |             | 133278               | 8,0        | 133278                   | 8,0         | 23,3        |
| - Пенсионный фонд  |                        |             |                 |             | 92445                | 5,6        | 92445                    | 5,6         | 16,2        |
| - Фонд социального страхования   |                        |             |                 |             | 18207                | 1,1        | 18207                    | 1,1         | 3,2         |
| - Фонд занятости населения   |                        |             |                 |             | 6640                 | 0,4        | 6640                     | 0,4         | 1,2         |
| - Фонд социальной поддержки населения                                      |                        |             |                 |             | 183                  | 0,0        | 183                      | 0,0         | 0,0         |
| - Фонд обязательного медицинского страхования                              |                        |             |                 |             | 15803                | 1,0        | 15803                    | 1,0         | 2,8         |
| 3. Налоги на фонд заработной платы   |                        |             | 4345            | 0,3         |                      |            | 4345,2                   | 0,3         | 0,8         |
| 4. Налоги на собственность   | 1018                   | 0,1         | 18940           | 1,1         |                      |            | 19957,9                  | 1,2         | 3,5         |
| 4.1. Налог на имущество  |                        |             | 15790           | 1,0         |                      |            | 15790,5                  | 1,0         | 2,8         |
| 4.2. Земельный налог   | 187                    | 0,0         | 3079            | 0,2         |                      |            | 3265,6                   | 0,2         | 0,6         |
| 4.3. Налог на операции с ценными бумагами                                  | 831                    | 0,1         | 71              | 0,0         |                      |            | 901,8                    | 0,1         | 0,2         |
| 5. Внутренние налоги на товары и услуги                                    | 99260                  | 6,0         | 42393           | 2,6         |                      |            | 141653                   | 8,5         | 24,8        |
| 5.1. НДС   | 70704                  | 4,3         | 24543           | 1,5         |                      |            | 95246,7                  | 5,7         | 16,7        |
| 5.2. Акцизы  | 17682                  | 1,1         | 6536            | 0,4         |                      |            | 24217,7                  | 1,5         | 4,2         |
| 5.3. Платежи за пользование недрами и природными ресурсами                 | 1174                   | 0,1         | 5583            | 0,3         |                      |            | 6756,2                   | 0,4         | 1,2         |
| 5.4. Отчисления на воспроизводство минерально-сырьевой базы                | 1683                   | 0,1         | 604             | 0,0         |                      |            | 2286,7                   | 0,1         | 0,4         |
| 5.5. Спецналог   | 7266                   | 0,4         | 3618            | 0,2         |                      |            | 10883,5                  | 0,7         | 1,9         |
| 5.6. Прочие налоги на товары и услуги                                      | 753                    | 0,0         | 1510            | 0,1         |                      |            | 2262,1                   | 0,1         | 0,4         |
| 6. Налоги на внешнюю торговлю  | 24155                  | 1,5         | 29              | 0,0         |                      |            | 24184                    | 1,5         | 4,2         |
| 6.1. Импортная пошлина   | 8468                   | 0,5         | 4               | 0,0         |                      |            | 8473                     | 0,5         | 1,5         |
| 6.2. Экспортная пошлина  | 15685                  | 0,9         | 24              | 0,0         |                      |            | 15709                    | 0,9         | 2,7         |
| 6.3. Прочие поступления от ВЭД   | 2                      | 0,0         |                 |             |                      |            | 2                        | 0,0         | 0,0         |
| 7. Прочие налоги   | 1785                   | 0,1         | 14283           | 0,9         |                      |            | 16068                    | 1,0         | 2,8         |
| 8. Целевые бюджетные фонды   | 14128                  | 0,9         | 4041            | 0,2         | 2415                 | 0,1        | 20584                    | 1,2         | 3,6         |
| <b>ИТОГО НАЛОГОВЫЕ ПОСТУПЛЕНИЯ</b>   | <b>184591</b>          | <b>11,1</b> | <b>193050</b>   | <b>11,6</b> | <b>139015</b>        | <b>8,4</b> | <b>516656</b>            | <b>31,1</b> | <b>90,4</b> |
| <b>II. НЕНАЛОГОВЫЕ ПОСТУПЛЕНИЯ</b>   |                        |             |                 |             |                      |            |                          |             |             |

|   |               |             |               |             |               |            |               |             |              |
|---|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|------------|---------------|-------------|--------------|
| 1. Прибыль Центр. Банка   | 3475          | 0,2         |               |             |               |            | 3475          | 0,2         | 0,6          |
| 2. Курсовая разница   |               |             |               |             |               |            |               |             |              |
| 3. Прочие неналоговые поступления                                       | 35403         | 2,1         | 40902         | 2,5         |               |            | 46991         | 2,8         | 8,2          |
| в т.ч. трансферты и субвенции   | 90            | 0,0         | 29224         | 1,8         |               |            | x             | x           |              |
| <b>ИТОГО НЕНАЛОГОВЫЕ ПОСТУПЛЕНИЯ</b>                                    | <b>38878</b>  | <b>2,3</b>  | <b>40902</b>  | <b>2,5</b>  |               |            | <b>50466</b>  | <b>3,0</b>  | <b>8,8</b>   |
| <b>III. КАПИТАЛЬНЫЕ ДОХОДЫ</b>  |               |             |               |             |               |            |               |             |              |
| 1. Доходы от приватизации   | 3408          | 0,2         | 1234          | 0,1         |               |            | 4641          | 0,3         | 0,8          |
| <b>ИТОГО ДОХОДОВ</b>  | <b>226877</b> | <b>13,7</b> | <b>235185</b> | <b>14,2</b> | <b>139015</b> | <b>8,4</b> | <b>571764</b> | <b>34,5</b> | <b>100,0</b> |
| <b>ГОСУДАРСТВЕННЫЕ РАСХОДЫ И ССУДЫ ЗА ВЫЧЕТОМ ПОГАШЕНИЯ</b>             |               |             |               |             |               |            |               |             |              |
| <b>I. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ РАСХОДЫ</b>                                       | <b>277352</b> | <b>16,7</b> | <b>235282</b> | <b>14,2</b> | <b>136600</b> | <b>8,2</b> | <b>622335</b> | <b>37,5</b> | <b>95,6</b>  |
| 1. Государственные услуги общего назначения                             | 4490          | 0,3         | 7419          | 0,4         |               |            | 11909         | 0,7         | 1,8          |
| 2. На оборону   | 47553         | 2,9         |               |             |               |            | 47553         | 2,9         | 7,3          |
| 3. На содержание правоохранительных органов                             | 19194         | 1,2         | 6388          | 0,4         |               |            | 25581         | 1,5         | 3,9          |
| 4. На науку   | 4801          | 0,3         |               |             |               |            | 4801          | 0,3         | 0,7          |
| 5. Социальные и коммунальные услуги                                     | 18649         | 1,1         | 108335        | 6,5         | 136600        | 8,2        | 263584        | 15,9        | 39,9         |
| 5.1. Образование  | 8643          | 0,5         | 47818         | 2,9         |               |            | 56461         | 3,4         | 8,7          |
| 5.2. Культура и искусство   | 1123          | 0,1         | 5898          | 0,4         |               |            | 7021          | 0,4         | 1,1          |
| 5.3. Средства массовой информации                                       | 1644          | 0,1         | 746           | 0,0         |               |            | 2390          | 0,1         | 0,4          |
| 5.4. Здравоохранение и физкультура                                      | 3464          | 0,2         | 36946         | 2,2         |               |            | 40410         | 2,4         | 6,2          |
| 5.5. Социальная политика  | 3775          | 0,2         | 16927         | 1,0         |               |            | 20703         | 1,2         | 3,2          |
| 5.6. Социальные услуги за счет внебюджетных фондов                      |               |             |               |             | 136600        | 8,2        | 136600        | 8,2         | 21,0         |
| - Пенсионный фонд   |               |             |               |             | 95767         | 5,8        | 95767         | 5,8         | 14,7         |
| - Фонд социального страхования  |               |             |               |             | 18207         | 1,1        | 18207         | 1,1         | 2,8          |
| - Фонд занятости населения  |               |             |               |             | 6640          | 0,4        | 6640          | 0,4         | 1,0          |
| - Фонд социальной поддержки населения                                   |               |             |               |             | 183           | 0,0        | 183           | 0,0         | 0,0          |
| - Фонд обязательного медицинского страхования                           |               |             |               |             | 15803         | 1,0        | 15803         | 1,0         | 2,4          |
| 6. Государственные услуги, предоставляемые народному хозяйству, в т.ч.: | 45441         | 2,7         | 101773        | 6,1         | 2415          | 0,1        | 149629        | 9,0         | 23,0         |
| За счет внебюджетных фондов   | 9243          | 0,6         | 2539,2        | 0,1         | 2415          | 0,1        | 14197         | 0,9         | 2,2          |
| 7. Прочие функции   | 137225        | 8,3         | 11367         | 0,7         |               |            | 119277        | 7,2         | 18,3         |
| 7.1. Прочие расходы   | 37389         | 2,3         | 11277         | 0,7         |               |            | 48665         | 2,9         | 7,5          |
| 7.2. Расходы на внешнеэкономическую деятельность                        | 21492         | 1,3         |               |             |               |            | 21492         | 1,3         | 3,3          |
| 7.3. Расходы по обслуживанию внутреннего долга                          | 33522         | 2,0         |               |             |               |            | 33522         | 2,0         | 5,2          |
| в т.ч. по обслуживанию ГКО  | 24246         | 1,5         |               |             |               |            | 24246         | 1,5         | 3,7          |
| 7.4. Расходы по обслуживанию внешнего долга                             | 15599         | 0,9         |               |             |               |            | 15599         | 0,9         | 2,4          |
| 7.5. Субвенции другим уровням государственного управления               | 29224         | 1,8         | 90            | 0,0         |               |            | x             | x           | x            |
| <b>II. ССУДЫ ЗА ВЫЧЕТОМ ПОГАШЕНИЯ</b>                                   | <b>22463</b>  | <b>1,4</b>  | <b>5884</b>   | <b>0,4</b>  |               |            | <b>28347</b>  | <b>1,7</b>  | <b>4,4</b>   |
| 1. Бюджетные ссуды  | 12188         | 0,7         | 5884          | 0,4         |               |            | 18071         | 1,1         | 2,8          |
| в т.ч. другим уровням   | 667           | 0,0         | 90            |             |               |            | 757           | 0,0         | 0,1          |

|   |                 |             |               |             |               |            |               |             |              |
|---|-----------------|-------------|---------------|-------------|---------------|------------|---------------|-------------|--------------|
| госуправления   |                 |             |               |             |               |            |               |             |              |
| 2. Государственные кредиты правительствам иностранных государств    | -2653           | -0,2        |               |             |               |            | -2653         | -0,2        | -0,4         |
| 3. Недоперечислено доходов Центральным банком                       | 5038            | 0,3         |               |             |               |            | 5038          | 0,3         | 0,8          |
| 4. Иностранные кредитные ресурсы предоставленные предприятиям       | 8175            | 0,5         |               |             |               |            | 8175          | 0,5         | 1,3          |
| 5. Кредит на конверсионные нужды                                    | 169             | 0,0         |               |             |               |            | 169           | 0,0         | 0,0          |
| 6. Кредит на инвестиционные нужды                                   | 132             | 0,0         |               |             |               |            | 132           | 0,0         | 0,0          |
| 7. Государственные кредиты странам СНГ                              | -585            | 0,0         |               |             |               |            | -585          | 0,0         | -0,1         |
| <b>ИТОГО РАСХОДЫ И ССУДЫ ЗА ВЫЧЕТОМ ПОГАШЕННЫХ</b>                  | <b>299815</b>   | <b>18,1</b> | <b>241165</b> | <b>14,5</b> | <b>139015</b> | <b>8,4</b> | <b>650681</b> | <b>39,2</b> | <b>100,0</b> |
| <b>ДОХОДЫ И ДОТАЦИИ минус РАСХОДЫ И ССУДЫ ЗА ВЫЧЕТОМ ПОГАШЕННЫХ</b> | <b>-72938,4</b> | <b>-4,4</b> | <b>-5980</b>  | <b>-0,4</b> | <b>0</b>      | <b>0,0</b> | <b>-78917</b> | <b>-4,8</b> |              |
| <b>III. ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>  |                 |             |               |             |               |            |               |             |              |
| <b>1. Внутреннее финансирование</b>                                 |                 |             |               |             |               |            |               |             |              |
| 1.1.Кредиты ЦБ РФ на финансирование бюджетного дефицита ( нетто )   | -1144,7         | -0,1        |               |             |               |            | -1145         | -0,1        | -1,5         |
| 1.2.Изменение остатков средств бюджета на счетах в банках в рублях  | -2376,4         | -0,1        | 71            | 0,0         |               |            | -2305         | -0,1        | -2,9         |
| 1.3.Государственные краткосрочные обязательства                     | 51751,5         | 3,1         |               |             |               |            | 51752         | 3,1         | 65,6         |
| - Привлечение средств   | 115438,0        | 7,0         |               |             |               |            | 115438        | 7,0         | 146,3        |
| - Погашение основной суммы задолженности                            | 63686,5         | 3,8         |               |             |               |            | 63687         | 3,8         | 80,7         |
| 1.4. Сберегательный заем (нетто)                                    | 1965,1          | 0,1         |               |             |               |            | 1965          | 0,1         | 2,5          |
| 1.5.Золотые сертификаты (нетто)                                     | -0,9            | 0,0         |               |             |               |            | -1            | 0,0         | 0,0          |
| 1.6.Государственные казначейские векселя (нетто)                    | -1501,6         | -0,1        |               |             |               |            | -1502         | -0,1        | -1,9         |
| 1.7.Казначейские обязательства (нетто)                              | -438,6          | 0,0         |               |             |               |            | -439          | 0,0         | -0,6         |
| 1.8.Прочие государственные ценные бумаги (нетто)                    | -586,3          | 0,0         | 1059          | 0,1         |               |            | 507           | 0,0         | 0,6          |
| 1.9.Прочие внутренние заимствования (нетто)                         | -92,8           | 0,0         | 4894          | 0,3         |               |            | 4767          | 0,3         | 6,0          |
| <b>ИТОГО ВНУТРЕННЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>                              | <b>47575,4</b>  | <b>2,9</b>  | <b>6024</b>   | <b>0,4</b>  |               |            | <b>53599</b>  | <b>3,2</b>  | <b>67,9</b>  |
| <b>2.Внешнее финансирование</b>                                     |                 |             |               |             |               |            |               |             |              |
| 2.1.Кредиты международных финансовых организаций (нетто)            | 29560,1         | 1,8         |               |             |               |            | 29560         | 1,8         | 37,5         |
| 2.2.Прочие иностранные кредиты (нетто)                              | -6126,1         | -0,4        |               |             |               |            | -6126         | -0,4        | -7,8         |
| 2.3.Изменение остатков средств на счетах в иностранной валюте       | 1929,0          | 0,1         | -45           | 0,0         |               |            | 1884          | 0,1         | 2,4          |
| <b>ИТОГО ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>                                 | <b>25363,0</b>  | <b>1,5</b>  | <b>-45</b>    | <b>0,0</b>  |               |            | <b>25318</b>  | <b>1,5</b>  | <b>32,1</b>  |
| <b>ВСЕГО ОБЩЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>                                   | <b>72938,4</b>  | <b>4,4</b>  | <b>5979</b>   | <b>0,4</b>  |               |            | <b>78918</b>  | <b>4,8</b>  | <b>100,0</b> |
| СПРАВОЧНО: в 1995 году ВВП составил 1659,2 трлн. руб.               |                 |             |               |             |               |            |               |             |              |

\* Оценка

В 1995 году произошло дальнейшее снижение доли обязательных налоговых изъятий в ВВП до 31,1% по сравнению с 34,9% в 1994 г. Доля государственных доходов также снизилась и составила 34,5% ВВП против 37,5% ВВП в 1994 году (сокращение на 8%). Государственные расходы и ссуды за вычетом погашений достигли в 1995 году 39,2% ВВП (47,5% ВВП - в 1994 году, сокращение - на 17,5%). Это сокращение расходов на 7,8 процентных пункта ВВП объясняется сокращением оборонных расходов на 1,7 пункта (37%), расходов на правоохранительные органы на 0,4 пункта (21%), на науку - на 0,4 пункта (29%), на социальные цели - на 2,6 пункта (14%), на народное хозяйство - 2,3 пункта (20%), ссуд за вычетом погашений на 2 пункта (55%), при росте прочих расходов на 1,4 пункта.

**Меры антиинфляционной политики.** С самого начала 1995 г. политика Центробанка следовала жестким установкам денежной программы. Произошло резкое снижение приростов денежных агрегатов. В первом квартале рост денежной базы составил 4%, причем чистые внутренние активы увеличились на 2,3%, а денежная масса М2 выросла на 9,7% (см. таблицу 1). Центробанк не осуществлял кредитования Правительства сверх объема, оговоренного в денежной программе. Однако он производил закупки его краткосрочных обязательств в пределах ограничений на увеличение чистых внутренних активов. Прирост ЧВА в первом полугодии составил всего 19%, тогда как предельный размер, установленный денежной программой, допускал рост на 35% за тот же период. Такая жесткость политики внутреннего кредитования имела определенный смысл. Во-первых, была необходима явная демонстрация приверженности Правительства и ЦБ принятому курсу на снижение инфляции. Во-вторых, создавался определенный “задел” для увеличения ЧВА во втором полугодии. В-третьих, некоторым образом компенсировалось непредусмотренное программой расширение денежной базы из-за накопления Центробанком внешних резервов.

В течение всего 1995 года действовала фактически запретительная ставка рефинансирования. Как видно из рисунка 3, она почти все время существенно превышала ставку фактических сделок на МБК INSTAR по однодневным кредитам, а с середины марта и до конца года - средневзвешенную доходность ГКО. Суммарный объем аукционных кредитов, выданных ЦБ коммерческим банкам, составил всего 538 млрд. руб. за весь год или 0,03% ВВП. Не был введен механизм переучета векселей и залоговое кредитование коммерческих банков, фигурировавшие в денежной программе



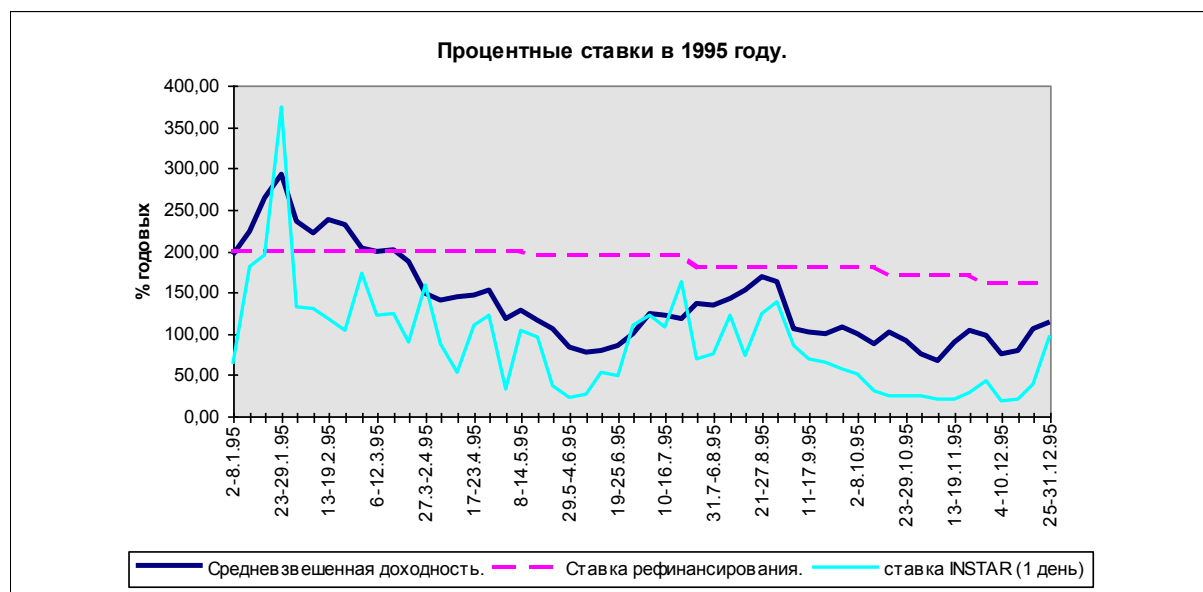
на 1995 г. Тем самым Центробанк фактически отказался от воздействия на краткосрочные процентные ставки денежного рынка через дисконтное окно. Это несколько сузило возможности для маневра летом и осенью, когда отчетливо проявились результаты жесткой кредитной политики.

**Таблица 2. Месячные показатели параметров денежно-кредитной политики в 1995 году.**

|          | Денежная база <sup>1</sup> | M <sub>2</sub> | Чистые внутренние активы <sup>2</sup> | Чистые международные резервы <sup>3</sup> | Курс доллара | Средневзвешенная доходность ГКО/ОФЗ <sup>4</sup> | Ставка по трех-месячным МБК | Инфляция |
|----------|----------------------------|----------------|---------------------------------------|---|--------------|--|-----------------------------|----------|
|          | трлн.руб                   | трлн.руб.      | Трлн. руб.                            | трлн.руб.                                 |              | % годовых  | % годовых                   | %        |
| январь   | 44,0                       | 93,8           | 40,5                                  | 3,5                                       | 4048         | 217,6  | 363                         | 17,8     |
| февраль  | 47,6                       | 101,9          | 42,0                                  | 5,6                                       | 4473         | 256,0  | 386                         | 11,0     |
| март     | 49,9                       | 107,3          | 40,8                                  | 9,1                                       | 4897         | 220,6  | 335                         | 8,9      |
| апрель   | 57,3                       | 123,2          | 46,0                                  | 11,3                                      | 5100         | 187,2  | 245                         | 8,5      |
| май      | 64,0                       | 138,2          | 44,2                                  | 19,8                                      | 4995         | 145,6  | 200                         | 7,9      |
| июнь     | 73,7                       | 156,6          | 47,5                                  | 26,2                                      | 4538         | 111,5  | 121                         | 6,7      |
| июль     | 81,6                       | 165,0          | 55,1                                  | 26,5                                      | 4415         | 84,2   | 121                         | 5,4      |
| август   | 86,1                       | 173,8          | 59,5                                  | 26,6                                      | 4447         | 124,9  | 173                         | 4,6      |
| сентябрь | 89,3                       | 179,7          | 63,8                                  | 25,5                                      | 4508         | 156,7  | 103                         | 4,5      |
| октябрь  | 90,7                       | 184,2          | 62,5                                  | 28,2                                      | 4504         | 103,7  | 81                          | 4,7      |
| ноябрь   | 95,4                       | 195,2          | 70,7                                  | 24,7                                      | 4580         | 93,4   | 83                          | 4,5      |
| декабрь  | 103,8                      | 213,8          | 76,5                                  | 27,3                                      | 4640         | 86,7   | 83                          | 3,2      |

<sup>1</sup> наличные деньги вне банковской системы и минимальные резервные требования по рублевым вкладам (данные IMF);  
<sup>2</sup> разность между величиной денежной базы и объемом чистых международных резервов денежно-кредитных органов (данные IMF);  
<sup>3</sup> разность между иностранными резервными активами и пассивами ЦБ РФ и Правительства, включая чистые краткосрочные пассивы ВЭБ или любого другого учреждения, действующего от имени Правительства (оценены по курсу 3550 руб./\$), (данные IMF);  
<sup>4</sup> средневзвешенная по объему торгов доходность ГКО/ОФЗ на вторичном рынке;

**Рисунок 3.**



Несмотря на принятые меры инфляция в первом полугодии оставалась достаточно высокой и превысила 10% в месяц. Это объясняется последствиями кредитной экспансии 1994 г., сезонным увеличением потребительских расходов, повышением цен на энергоносители и выпуском в обращение казначейских обязательств в конце 1994 г. Сыграло определенную роль усиление инфляционных ожиданий, спровоцированное угрозой резкой девальвации рубля в начале года. Вообще ситуация на валютном рынке в первом квартале определялась значительным спекулятивным спросом на валютные ресурсы. Проводившаяся же Центробанком с января по май политика плавной девальвации рубля не оказала стабилизирующего воздействия на инфляционный процесс.

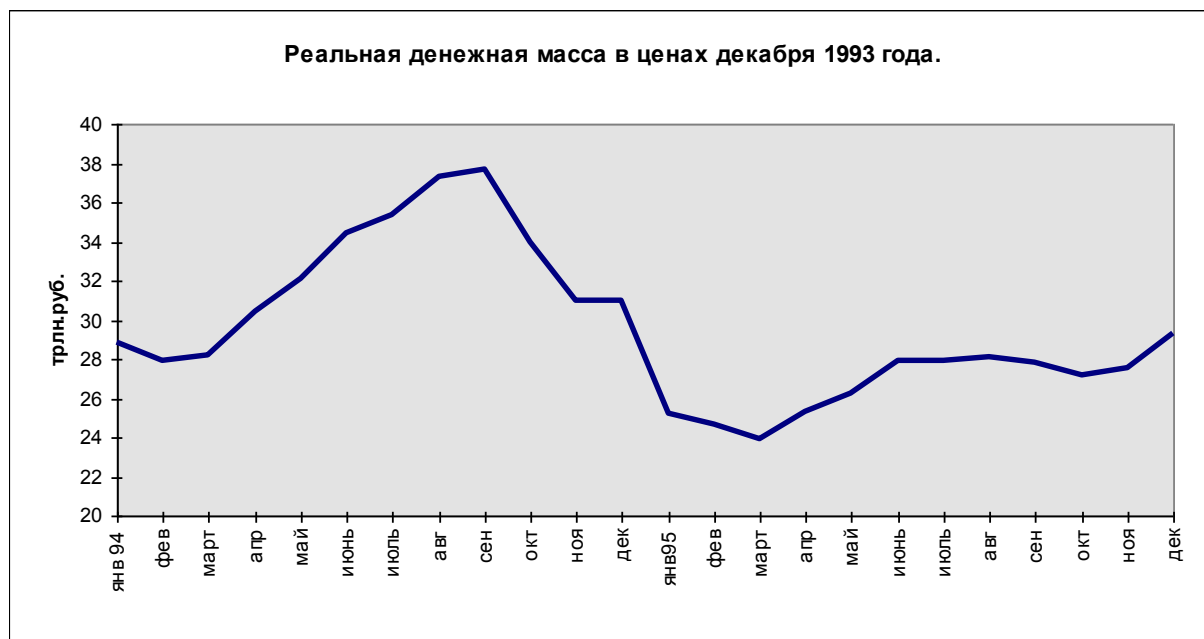
В апреле Центробанк принял решение о расширении базы обязательного резервирования для коммерческих банков, введя резервирование по срочным депозитам и валютным счетам. Смысл увеличения резервных отчислений состоял, по видимому, в том, чтобы смягчить эффект роста кредитного мультипликатора, вызванный расширением рублевых вложений и ожидавшейся активизацией финансовых рынков. Повышение средней нормы резервирования в определенном смысле дополняло жесткое самоограничение Центробанка на объемы рефинансирования коммерческих банков. Денежный мультипликатор увеличился в начале года с 2,04 до 2,13 и оставался примерно на таком уровне до второго полугодия. В августе произошло его снижение до значения 2,02, которое оставалось стабильным до конца года.

Ужесточение резервной политики было негативно встречено банковским сообществом. В условиях сохраняющейся достаточно высокой инфляции увеличение резервных отчислений означает дополнительную налоговую нагрузку на коммерческие банки. Данное обстоятельство не могло не подтолкнуть банки к выбору более рискованных направлений кредитования, что явилось одной из причин банковского кризиса, начавшегося в августе. На самом деле в ужесточении Центробанком резервных требований к коммерческим банкам не было бы необходимости, если бы ЦБ выбрал наиболее рациональную политику накопления валютных резервов (см. ниже).

Замедление прироста денежной массы, произошедшее в первом квартале, привело к уменьшению реального предложения денег. Это объясняется таким характерным явлением как инерционность инфляции, которая объясняется

относительной жесткостью товарных цен. Даже в условиях высокой инфляции они не могут пересматриваться сколь угодно быстро.<sup>4</sup>

Рисунок 4.



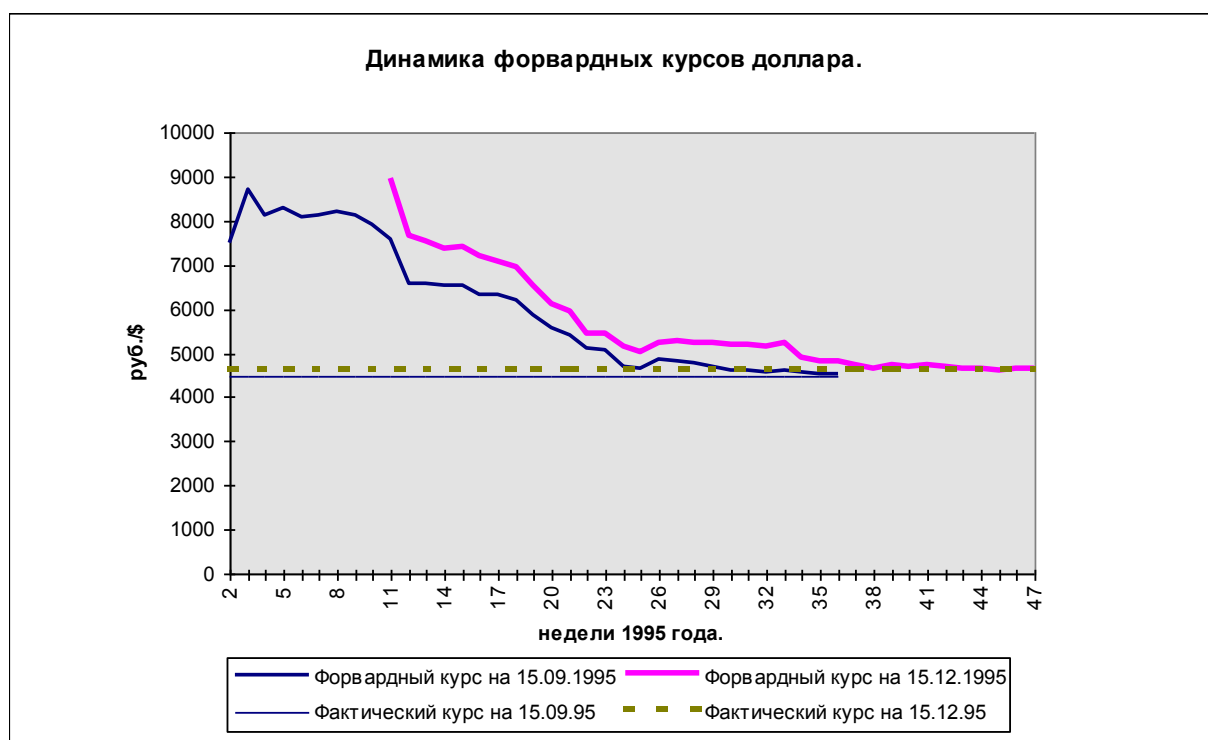
Как видно из рисунка 4 уменьшение реального объема денежной массы ( $M_2$ ) началось еще осенью 1994 г., что повлекло резкое увеличение процента к началу 1995 г. Средневзвешенная доходность ГКО достигла уровня 14% в месяц в конце января (рисунок 3) и снизилась до 10% к середине марта (см. также таблицу 1). Тем не менее, к концу первого квартала доходность рублевых активов возросла относительно доходности валютных активов. Это должно было бы повлечь уменьшение спроса на доллары и, соответствующее снижение обменного курса доллара. Однако именно в первом квартале сохранялась неопределенность относительно будущей политики. Кроме того, как уже говорилось, Центробанк целенаправленно проводил в первом квартале политику плавной девальвации рубля. До принятия совместного заявления Правительства и ЦБ эта тактика была в известной мере оправдана нехваткой у Центробанка валютных резервов и сохраняющейся угрозой новых спекулятивных атак.

Если бы ожидания всех участников финансовых рынков были более рациональны и позволяли предвидеть последствия политики Правительства и ЦБ, то

<sup>4</sup> Инерционность месячной динамики потребительских цен отражается простой авторегрессионной моделью инфляции, предложенной авторами (Мау В. И., Синельников С. Г., Трофимов Г. Ю. Альтернативы экономической политики и проблемы инфляции. Вопросы Экономики, № 12, 1995 г.). Отклонения фактической инфляции от ретроспективного прогноза, рассчитанного на основе этой модели, объясняются изменениями инфляционных ожиданий и воздействием немонетарных факторов, не

уже в марте структура портфелей экономических агентов была бы изменена в пользу рублевых активов. Однако некоторые индикаторы рынка показывают, что во многих случаях решения принимаются исходя из адаптивных ожиданий, основанных на экстраполяционном прогнозе. Динамика валютных форвардов<sup>5</sup> с декабря 1994 г. по ноябрь 1995 г. демонстрирует, что отношение к политике правительства радикально изменилось лишь в мае, после того как курс доллара начал падать (рисунок 5). Заметим, что срочные валютные контракты до введения валютного коридора хорошо отражали инфляционные ожидания, поскольку основывались на экстраполяции текущего роста цен, и мало учитывали возможность увеличения реального курса рубля. Данные о временной структуре процентных ставок также подтверждают инерционность инфляционных ожиданий.

**Рисунок 5.**



Фактически до начала ревальвации рубля в конце апреля агенты рынка не учитывали в полной мере последствия начатой финансовой стабилизации. В условиях сильно долларизованной экономики банки по инерции сохраняли значительные валютные активы. Вообще, из-за неразвитости финансовых институтов и производных финансовых инструментов реструктуризация банковских портфелей осуществляется

учитываемых в явном виде. Эти отклонения могут быть связаны с динамикой обменного курса доллара, скачками цен на базовые ресурсы, сдвигами экономической политики.

<sup>5</sup> Источник: "Monetary Reports" Brigitte Granville, January 1996.

замедленно. Вследствие этого дедолларизация в первом полугодии происходила не так быстро как это предполагается в простых моделях типа “перелета” обменного курса<sup>6</sup>. В них рассматриваются последствия изменений номинального денежного предложения с учетом инерционности инфляции, но при этом предполагаются мгновенные изменения цен финансовых активов и структуры портфелей.

Проблема доверия к антиинфляционной политике объясняет инерционность ожиданий и замедленную реакцию финансовых институтов лишь отчасти. По существу, отношение к намерениям и возможностям властей должно было радикально измениться вскоре после решения МВФ о поддержке денежной программы в конце февраля. Дезориентирующую роль сыграла валютная политика, проводившаяся в первые четыре месяца года. Если в январе-феврале плавная девальвация рубля имела серьезные причины, то в марте-мае она уже не согласовывалась с мерами по ограничению денежного предложения. Центробанк опередил изменение в ожиданиях публики и продолжал интенсивно наращивать валютные резервы, равномерно повышая курс доллара. Единственный смысл такой политики состоял в превентивном взвинчивании курса доллара в связи с последующим укреплением рубля. Рисунок 6 иллюстрирует динамику роста внешних резервов Центробанка в течение года<sup>7</sup>. Большая часть валютных резервов была закуплена ЦБ именно во втором квартале.

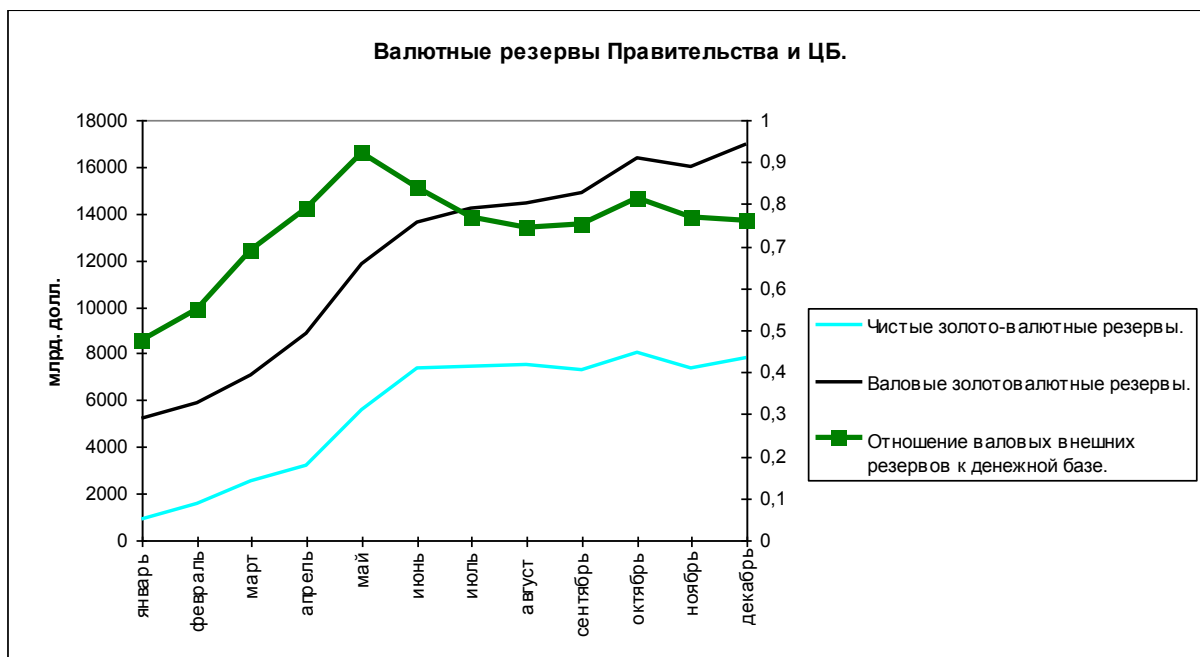
Наращивание курса доллара в феврале-апреле сдержало реструктуризацию финансовых портфелей и привело к вынужденному росту реального предложения рублевой массы. Это снизило процентные ставки денежного рынка и усилило ожидания ревальвации рубля. Однако увеличение реального спроса на рублевые остатки со стороны участников финансовых рынков, согласующееся с антиинфляционной политикой и высоким рублевым процентом, происходило уже после того, как ЦБ приобрел значительные валютные резервы. Спрос на рубли нарастал на волне снижения курса доллара и замедления инфляции в результате жестких мер, принятых в начале года. Таким образом, динамика реальной денежной массы (рисунок 4) определялась в первые 4 месяца главным образом изменениями предложения денег со стороны Центробанка и ригидностью цен, и лишь в дальнейшем - изменениями спроса на деньги, прежде всего, со стороны финансовых рынков.

## Рисунок 6

---

<sup>6</sup> Пионерной работой, описывающей такой эффект, была статья: Dornbusch R. Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy*, 1976, vol. 84, pp. 1161-1176.

<sup>7</sup> Данные взяты из доклада Института экономического анализа “Упущенный шанс”, Москва 1996.



В результате искусственного увеличения курса доллара в марте-апреле ЦБ приобрел валюты на сумму более 5 млрд. долл. Чистые внешние резервы выросли с 1 млрд. долл. в начале февраля до 3,2 млрд. долл. в начале мая. Рост денежной базы во втором квартале составил 48%, вместо ориентировочной цифры 15% по денежной программе. Денежная масса за этот период выросла на 46%, тогда как предполагалось ее увеличение также на 15% (см. таблицу 1).

Само по себе накопление такой суммы внешних резервов вполне отвечало задачам финансовой стабилизации, так как обеспечивало стабильность валютного рынка во втором полугодии 1995 г. При этом не следует преувеличивать абсолютные размеры накопленных Центробанком резервов. На графике 6 демонстрируется динамика отношения валовых официальных золото-валютных резервов к денежной базе. В январе оно составляло 48% и достигло максимального значения 92% в мае, а в июле снизилось до 76%. Примерно на таком уровне оно сохранялось до конца года. Для сравнения в Мексике отношение валовых внешних резервов к денежной базе в период, предшествующий валютному кризису 1994 г., достигало 120%<sup>8</sup>. Поэтому говорить о значительном перенакоплении Центробанком валюты в первом полугодии 1995 г. вряд ли правомерно.

Так же неправомерно преувеличение инфляционного эффекта от накопления валютных резервов. Как подтверждают симулятивные расчеты по авторегрессионной

<sup>8</sup> Obstfield M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates, *The Journal of Economic Perspectives*, 1995, Vol. 9, № 4, p. 78.

модели инфляции, динамика денежной массы определяет лишь тренд роста цен. Отклонения от тренда связаны в значительной мере с изменениями инфляционных ожиданий. В частности, фактическая инфляция в четвертом квартале 1995 г. была явно ниже значений, прогнозируемых с помощью простых монетаристских моделей. Этот эффект объясняется снижением во втором полугодии инфляционных ожиданий, что вытекает из повышения доверия к политике Правительства и ЦБ. Обеспеченность рублевой массы валютными резервами следует трактовать в том смысле, что ее выпуск не создает предпосылок к необеспеченной эмиссии в последующие месяцы за счет необходимости индексации доходов. Наоборот, при неблагоприятных изменениях политической ситуации уход инвесторов от рублевых активов должен привести к сжатию денежного рынка путем выкупа выпущенной рублевой массы (при сохранении жесткой денежно-кредитной политики). Это также способствует снижению инфляционных ожиданий и нивелирует инфляционные последствия ускоренного накопления валютных резервов.

Однако, если бы Центробанк не проводил целенаправленную девальвацию сразу после принятия денежной программы, то снижение курса доллара могло бы начаться уже в марте. Рост валютных резервов происходил бы тогда на волне атаки против доллара. Необходимо принимать во внимание, что в апреле-мае у Центробанка не было бы конкурентов на валютном рынке, способных предъявить значительный спекулятивный спрос на доллары. Он не использовал в полной мере свое фактически монопольное положение на этом рынке и не сыграл выгодным образом на понижение курса доллара. Если учесть психологию финансовых рынков, то можно было бы спровоцировать сброс иностранной валюты и остановить падение курса доллара с помощью массированных закупок на любом уровне, значительно более низком, чем фактические 4,5 тыс. руб./долл. Это позволило бы ЦБ накопить к маю достаточное количество валютных резервов, но по существенно более низкому курсу чем это происходило в марте-апреле. В таком случае рост денежной массы во втором квартале также мог быть значительно ниже фактических 46%. Наши оценки показывают, что тот же прирост валютных резервов мог быть достигнут за счет увеличения  $M_2$  на 30-35%. При таком сценарии важно, однако, было не допустить раскачку курса доллара, вовремя остановив его падение и предотвратив обратную спекулятивную волну. Логичным решением проблемы стабилизации рынка в данной ситуации было бы

введение валютного коридора на месяц раньше фактической даты, то есть в начале июня.

Возможно также, что при более продуманной политике накопления внешних резервов отпала бы необходимость в ужесточении резервных требований к коммерческим банкам. Согласно нашим оценкам, увеличение нормы резервных отчислений начиная с мая предотвратило дополнительное расширение М2 в 1995 г. на 5-7 трлн. рублей. Это намного меньше того дополнительного объема денежной массы, который был эмитирован при скупке валюты в марте-апреле из-за неблагоприятной для Центробанка курсовой разницы.

Интенсивное весеннее накопление Центробанком внешних резервов не привело к ожидавшемуся инфляционному всплеску во втором полугодии, но могло быть проведено более эффективным образом для самого ЦБ, с более низким уровнем инфляции и с меньшими потерями для банковской системы. Остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в ЦБ увеличились почти на 50% во втором квартале и снизились на 25% в третьем квартале. При этом увеличение остатков произошло за счет роста обязательных резервных отчислений, тогда как последовавшее в июле снижение связано с резким уменьшением избыточных резервов коммерческих банков. Данный факт свидетельствует о чрезмерной жесткости резервной политики Центробанка.

Во втором полугодии рост чистых международных резервов замедлился и составил 4,2%. Напротив, чистые внутренние активы выросли на 61%. Это в значительной мере связано с экспансией ГКО во втором квартале, вызвавшей активизацию их закупок Центробанком на открытом рынке (см. ниже).

Отметим, что денежная программа была скорректирована с учетом непредусмотренного роста денежной базы во втором квартале. Причем первоначальный лимит роста ЧВА на год был незначительно превышен (см. таблицу 1).

Введение валютного коридора стабилизировало валютный рынок и повлияло на снижение инфляционных ожиданий осенью. Таким образом, во втором полугодии сработал механизм номинального якоря. Подобная стабилизация инфляционных ожиданий была бы невозможна без антиинфляционных мер, принятых в первом полугодии: жесткой политики внутреннего кредитования и накопления достаточного количества валютных резервов. Таблица 1 демонстрирует итоги года по основным номинальным макроэкономическим показателям.



**Последствия валютной политики.** Оценивая валютную политику Центробанка до введения валютного коридора, следует иметь в виду, что реальный курс рубля за весь год повысился на 76,5% (для сравнения в 1994 г. реальный курс рубля вырос только на 14%, а в первом квартале 1995 г. - лишь на 4,4%). Начало дедолларизации в апреле-мае повлекло изменение ожиданий основной массы мелких держателей долларовых активов, что дало дополнительный импульс к снижению курса в июне.

Для того, чтобы обеспечить в таких условиях стабильность реального курса рубля, Центробанку пришлось бы нарушить ориентиры денежной программы. Рост денежной базы за счет увеличения внешних резервов не противоречит основным целевым установкам МВФ, касающимся чистых внутренних активов. Однако он не согласуется с основной задачей стабилизации - снижением темпов роста цен (рост которых ведет в то же время к увеличению реального курса рубля), а также требованием МВФ об ограничении валютных интервенций операциями по сглаживанию курсовых колебаний.

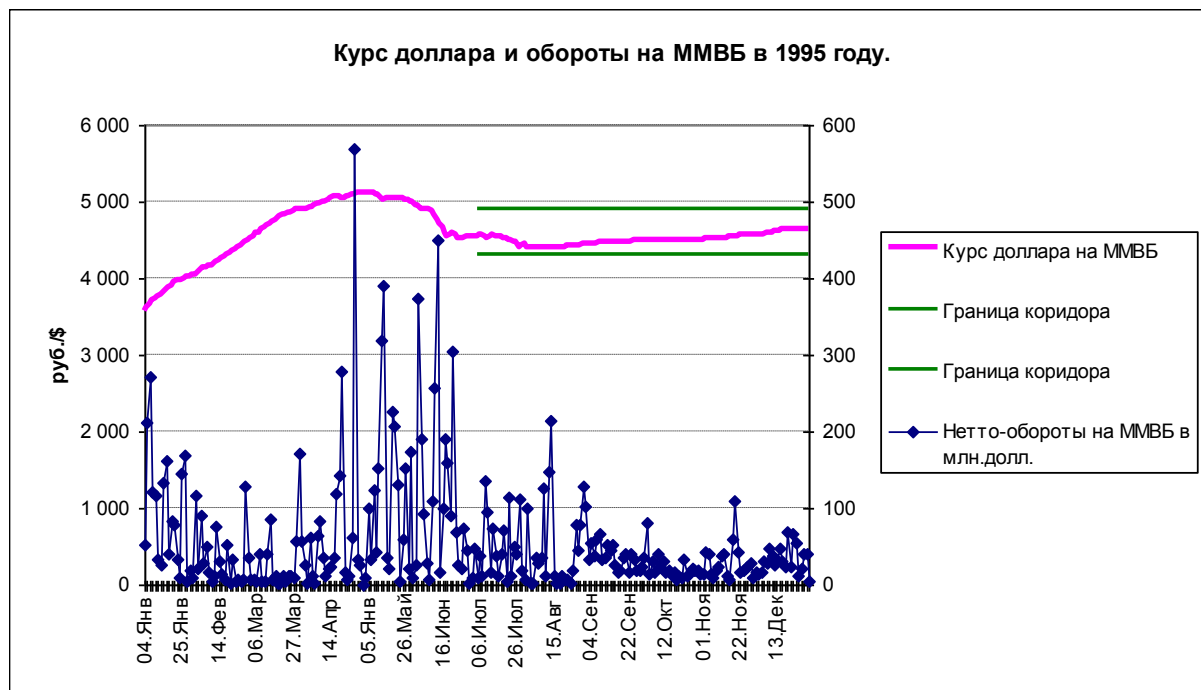
Это послужило причиной отказа ЦБ в мае от продолжения политики наращивания валютных резервов в масштабах достаточных для стабилизации реального курса рубля, и привело к значительному увеличению номинального курса российской валюты в мае-июне. В результате такого увеличения, а также в связи с падением процентных ставок денежного рынка процесс дедолларизации экономики к началу июля замедлился.

Официальные валютные резервы увеличились к концу первого полугодия до 13 млрд. долл (рисунок 6). Накопление валютных резервов привело к дополнительному росту денежной базы по текущему курсу в первом полугодии на 15 трлн. рублей сверх установленных ориентиров (см. таблицу 1). Фактический отказ ЦБ от активных действий спровоцировал снижение курса доллара в мае-июне на 12% (рисунок 7). Это позволило Центробанку ограничить рост денежной базы примерно 60%-ми за первое полугодие. Удержание неизменного реального курса рубля в июне месяце уже потребовало бы гораздо более значительного увеличения денежной базы к концу полугодия при еще более резком снижении процентных ставок. Подобная денежная экспансия не могла бы не отразиться на уровне инфляции осенью.

Таким образом, падение номинального курса доллара в мае-июне следует рассматривать как компромиссную политику, обусловленную высокой степенью

долларизации экономики и определенной мобильностью капиталных потоков. Имеется в виду неявный компромисс между снижением темпов инфляции и стабильностью динамики реального курса рубля. В проекте денежной программы на 1996 г. данный компромисс был уже сформулирован в явном виде, так как задачами валютной политики провозглашается согласование динамики курса рубля с инфляцией и поддержание стабильного платежного баланса.

Рисунок 7



Наша оценка валютной политики ЦБ исходит из гипотезы, что рост денежной базы, вызванный наращиванием внешних резервов является менее инфляционным, чем ее рост, обусловленный увеличением ЧВА. Если исходить из того, что основную роль в обвале доллара в мае-июне сыграли финансовые рынки, а не население, то рост денежной базы происходил за счет увеличения наименее ликвидных статей пассива баланса ЦБ. Это подтверждает увеличение мультипликатора и средств банков на корреспондентских счетах во втором квартале. Такое изменение структуры денежной массы ведет к замедлению скорости обращения денег и сопровождается не столь значительным повышением уровня цен. Дело в том, что значительная часть денежных остатков использовалась для обслуживания сделок на финансовых рынках, и прежде всего - на рынке государственных обязательств и потому не угрожала товарным рынкам. Экспансия ГКО-ОФЗ во втором полугодии способствовала еще большему замедлению скорости денежного обращения.

Увеличение реального курса рубля не оказало негативного воздействия на экспортные операции. Годовой объем экспорта в страны дальнего зарубежья вырос на 25% по сравнению с 1994 г., тогда как годовой импорт возрос на 12.5%. Однако увеличение чистого экспорта произошло под воздействием других факторов и не означает, что увеличение реального курса рубля не окажет отрицательного влияния на реальный сектор.

Во-первых, улучшение внешнеторговой позиции России в прошедшем году аналогично эффекту J-кривой торгового баланса<sup>9</sup>. Из-за ценовых лагов ревальвация рубля в реальном выражении не ведет к немедленному снижению чистого экспорта, и даже на какое-то время улучшает торговый баланс. По мнению ряда специалистов в 1996 г. произойдет снижение объемов выпуска по тем товарам, чья доля на мировом рынке значительна, например, по цветным металлам. В отличие от нефти и газа изменение реального курса рубля по этим группам оказывает серьезное влияние на динамику производства. Доля же России на мировом рынке энергоносителей невелика, и их экспорт практически не влияет на мировые цены. Поэтому, а также из-за проблемы неплатежей на внутреннем рынке производство этих продуктов неэластично к ценовым пропорциям внешнего рынка.

Во-вторых, необходимо учитывать так называемый эффект “плацдарма” или “гистерезиса”: войдя на внутренний рынок, иностранные конкуренты уже не уступят свою нишу при более благоприятном для отечественного производителя соотношении цен.

В-третьих, увеличение реального курса до начала экономического подъема приводит к удорожанию труда и частичной потере Россией важного сравнительного преимущества в мировой торговле.

В-четвертых, не обеспеченное фундаментальными факторами (рост ВВП, производительности труда, производственных инвестиций и т.д.) укрепление рубля приведет рано или поздно к девальвации, что негативно отражается на инфляционных ожиданиях.

Введение 5 июля 1995 г. валютного коридора с границами 4300-4900 руб./долл. во многом определило макроэкономическую ситуацию во втором полугодии. Эта мера логически вытекала из состояния на финансовых рынках, сложившегося к середине года. С февраля 1995 г. Центробанк допускал совершенно необоснованные колебания

курса, свидетельствовавшие об отсутствии стратегических целей валютной политики. Валютный коридор позволил устранить неопределенность относительно изменений курса доллара и способствовал повышению доверия к денежно-кредитной политике. Продолжение политики ничем не регламентированного управляемого плавания могло бы привести к дальнейшей раскачке валютного рынка.

С введением валютного коридора ЦБ получил возможность более эффективно контролировать денежную массу. Это было особенно важно в ситуации, когда краткосрочные процентные ставки денежного рынка не выполняли роль инструмента политики ЦБ, а значит не оказывали влияния на спрос на деньги. В условиях валютного коридора Центробанк смог резко уменьшить размеры валютных интервенций, нацеленных на стабилизацию курса доллара. Она происходила автоматически, благодаря тому, что фиксированные границы коридора сводят на нет спекулятивную активность. Данные об объемах торгов на валютной бирже в течение года (рисунок 5) отражают тот факт, что во втором полугодии доллар перестал выполнять роль спекулятивного актива.

**Экспансия предложения ГКО.** К началу 1995 г. стоимость непогашенного номинала ГКО составляла около 11 трлн. рублей или 1% годового ВВП. К концу первого полугодия номинал ГКО-ОФЗ вырос до 35 трлн. руб., а к концу 1996 г. стоимость этих обязательств увеличилась до 73 трлн. руб. или 4,5% ВВП. Динамика номинальной и дефлированной стоимости непогашенных ГКО представлена на рисунок 8. Как видно, начало экспансии реального предложения ГКО приходится на июнь-июль. Это связано со значительными объемами погашения, так что чистая выручка бюджета на первичных аукционах была незначительна. Однако именно в июле произошло существенное увеличение доходностей ГКО, что напрямую связано с наращиванием их эмиссии в условиях ограниченной ликвидности финансовых рынков.

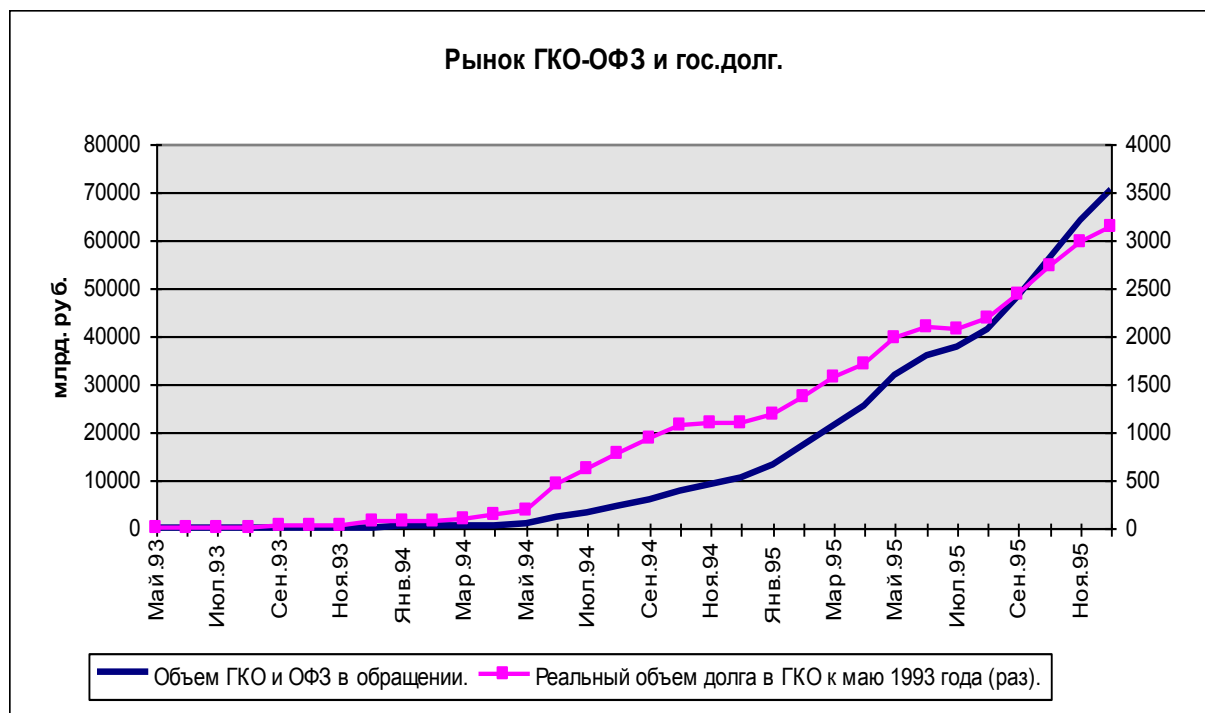
Официальная цель политики управления внутренним долгом заключалась в удлинении среднего срока до погашения государственных ценных бумаг. К началу 1995 г. он составлял около 50 дней. Выпуск в обращение купонных облигаций федерального займа ОФЗ позволил несколько удлинить средний период до погашения облигаций до 65-70 дней к середине года. Однако во втором полугодии средний срок до погашения опять снизился. Очевидно, что удлинение дюрации ГКО-ОФЗ пока

---

<sup>9</sup> Krugman P., Obstfield M. International Economics, Collin Harpers, 1991; Meade E. Exchange rates, adjustment, and the J-curve, *Federal Reserve Bulletin*, 81, September 1988, pp. 797-818.

затруднено из-за сохраняющейся неопределенности будущей политики государства и оказывается слишком дорогостоящим мероприятием.

**Рисунок 8.**

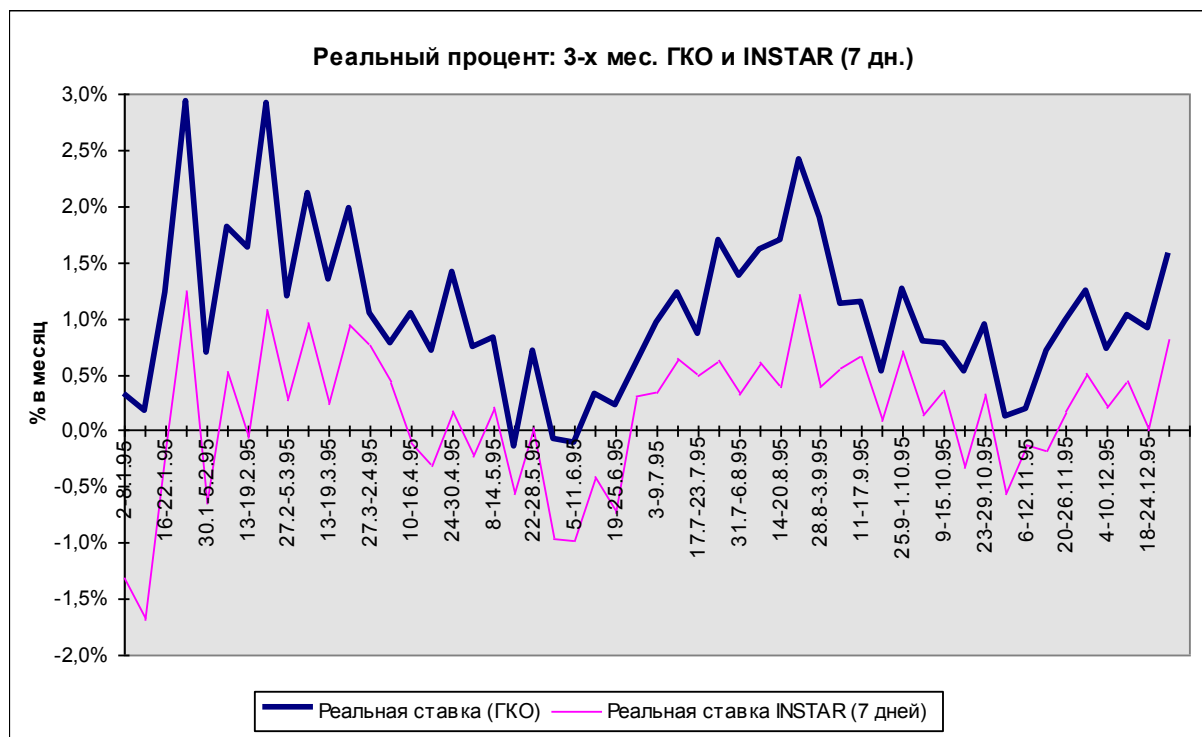


Судя по динамике ЧВА в первом полугодии активность Центробанка на вторичном рынке ГКО была невысокой. Закупки ЦБ на открытом рынке стали более ощутимыми во втором полугодии, о чем косвенно свидетельствует интенсивное наращивание чистых внутренних активов с июля. По нашим оценкам, доля имеющегося у ЦБ пакета государственных облигаций в их общем объеме составляла 10% в начале года и примерно 20% - в конце. Тем не менее, реальные доходности ГКО-ОФЗ оставались во втором полугодии довольно высокими. Это видно из рисунка 9, где представлена динамика реальной средневзвешенной доходности трехмесячных ГКО и реальных усредненных ставок по фактическим сделкам МБК (INSTAR, 7 дней). Всплеск доходностей ГКО в июле прервал закономерный процесс снижения рублевых процентных ставок, начавшийся в конце первого квартала (рисунок 3).

Необходимо учитывать, что антиинфляционная политика неоднозначно сказывается на рынке долговых инструментов. Уменьшение темпов инфляции отражается на снижении доходностей с определенным лагом. В то же время наращивание эмиссии ГКО в условиях недостаточной ликвидности финансовых рынков толкает уровень доходности вверх. В результате доходности снижались в 1995 г. более медленно чем инфляция. По этой причине во втором полугодии произошел

рост реальной стоимости обслуживания госдолга, что продолжает сказываться на возможностях привлечения средств в федеральный бюджет в первом квартале 1996 г.

Рисунок 9



Как показывают наши эконометрические оценки, ожидания инфляции и эмиссии новых выпусков ГКО являются статистически значимыми факторами, определяющими динамику доходностей государственных бумаг. Оценка зависимости между агрегированными доходностями и опережающими сглаженными по скользящей средней темпами инфляции и темпами реальной эмиссии ГКО дает следующие результаты:

$$r_t = \frac{2.02}{(2.86)} + \frac{0.61}{(6.45)} x_{t,t+12} + \frac{0.4}{(2.43)} \pi_{t,t+12},$$

где  $r_t$  - номинальная агрегированная нетто-доходность ГКО (%) в месячном выражении в течение недели  $t$ ,  $x_{t,t+12}$  - средний темп реальной эмиссии ГКО (%) в месячном выражении в течение 3 последующих месяцев,  $\pi_{t,t+12}$  - месячный темп роста индекса потребительских цен (%) за тот же период времени. В скобках указаны значения  $t$ -статистик для соответствующих параметров модели; коэффициент множественной регрессии  $R^2$  равен 0.8 (регрессия построена по 40 недельным наблюдениям за 1995 год). Доходности рассчитаны на основе данных об агрегированной номинальной и рыночной стоимости ГКО в обращении и среднем сроке до погашения этих бумаг.

Таким образом, увеличение дефлированного объема обращающихся ГКО на 1% приводит к росту доходности на 0,6%. Увеличение месячной инфляции на 1% дает прирост доходности на 0,4%. Изменения объема ГКО в пределах 3 месяцев нетрудно предвидеть, поскольку точно известны размеры погашений предыдущих выпусков. Поэтому мы рассматриваем реальный прирост объема ГКО с таким опережающим лагом в качестве переменной, объясняющей динамику доходностей. Согласно полученным оценкам данный фактор оказывает более сильное влияние на рост доходностей, чем ожидаемая инфляция.

Значимое влияние эмиссий на доходности ГКО следует понимать как результат действия эффекта ограничений на ликвидность, дополняющего фундаментальные факторы Фишера (инфляция и межвременные предпочтения)<sup>10</sup>. Ограничения на ликвидность обуславливают инерционность финансовых портфелей и не позволяют банкам быстро аккумулировать денежные средства с учетом ожидаемого изменения предложения государственных бумаг. Привлекаемые Министерством финансов деньги, вообще говоря, не исчезают из сферы обращения, но “вливаются” вновь на финансовые рынки. Однако существует ряд технических и институциональных барьеров, которые ограничивают этот процесс. Ограниченная ликвидность российских финансовых рынков во втором полугодии была также обусловлена проводившейся с января денежно-кредитной политикой, сохранившей свою жесткость, несмотря на накопление Центробанком внешних резервов. Начавшийся летом межбанковский кризис усугубил проблему ограниченной ликвидности, что дало импульс дополнительному увеличению реальных доходностей государственных бумаг в третьем квартале.

Отсюда следует, что в середине прошлого года необходимо было смягчить ограничения на ликвидность для рынка ГКО. Чтобы при этом не наращивать дополнительные объемы чистых внутренних активов, имело смысл открыть данный рынок для нерезидентов еще в конце лета 1995 г. В тот момент отсутствовали политические риски, а после заявления ЦБ о продлении валютного коридора до конца года был практически элиминирован и валютный риск. Речь, таким образом, шла о

---

<sup>10</sup> Эта точка зрения была сформулирована в работе: Lucas R. Liquidity and interest rates, *Journal of Economic Theory*, 1990, Vol. 50, pp. 237-264. Гипотеза инерционности финансовых портфелей, развиваемая монетаристским направлением, позволяет явно описать эффект ограничений на ликвидность и объясняет воздействие кредитно-денежной политики на реальные экономические переменные. На наш взгляд, эта гипотеза дополняет предположение об инерционности цен, характерное для некейнсианской школы, по-своему интерпретирующей реальные последствия изменений номинального денежного предложения (см. указанную выше статью Р. Дорнбуша).

безрисковых высокодоходных вложениях в ликвидные активы, что не могло не привлечь иностранных инвесторов.

Отметим, что осуществляющаяся с 1995 г. экспансия предложения ГКО не означает, что монетарные власти идут по пути построения пирамиды госдолга. Вообще говоря, экспоненциальный рост реального внутреннего долга вполне допустим в условиях финансовой стабилизации. Действительно, за первые два с половиной года существования рынка ГКО дефлированная стоимость непогашенных облигаций изменялась по траектории, напоминающей экспоненту. Но на стадии развития инструментов внутреннего долга аналогичную динамику хорошо описывает и логистическая кривая. Она вначале практически не отличается от экспоненты, но затем стабилизируется. Требуется как минимум еще несколько лет, чтобы сделать более или менее обоснованные выводы о действительной тенденции внутреннего долга.

## *1.2 Социально-политические последствия макроэкономического курса 1995 года и альтернативы экономической политики*

Среди основных результатов экономико-политического курса 1995 года можно выделить следующие.

Во-первых, произошедшие стабилизация и укрепление реального курса рубля означали на практике начало притока капитала в страну. Тем самым формировались предпосылки для удешевления кредита, снижения эффективности чисто спекулятивных операций в банковском секторе и усиления внимания финансовых институтов к инвестированию в производство. Уже во второй половине года ряд крупных российских банков стал проявлять устойчивый интерес к производственной сфере, что выразилось как в создании ими специальных подразделений, призванных заниматься инвестициями, так и в обострении межбанковской борьбы за обладание пакетами акций приватизируемых предприятий.

Во-вторых, рост реального курса рубля привел к ухудшению положения предприятий-экспортеров и повышению конкурентоспособности импортных товаров. Естественной реакцией Правительства стало повышение импортных и снижение (вплоть до отмены по ряду позиций) экспортных пошлин. Однако последней меры явно недостаточно для экспортеров, не связанных с топливно-энергетическим комплексом, и



особенно с немногочисленными предприятиями машиностроения, способными выйти на внешний рынок. А ведь эти экономические агенты составляют естественную социально-политическую базу стабилизационного курса, и ухудшение их экономического положения является политически процессом весьма опасным.

Проблема сравнительной эффективности экспорта и импорта имеет еще один важный аспект, требующий политического решения и непосредственно воздействующий на положение влиятельных групп интересов. Речь идет о традиционной для экономик среднего уровня развития проблеме импортозамещения. Удешевление импорта может благотворно повлиять на состояние тех отраслей отечественной промышленности, которые зависят от поставок иностранных товаров производственного назначения (а таких немало среди экспортеров). И, одновременно, это сильно осложняет положение тех предприятий отечественного машиностроения (прежде всего конверсионные), которые встали на путь адаптации к реальному рыночному спросу и находятся в процессе перестройки своей производственной базы с целью удовлетворения потенциального инвестиционного спроса со стороны сырьевых и перерабатывающих отраслей.

В-третьих, происходила трансформация экономико-политических интересов финансовых и торговых организаций. Эти сектора более всех выигрывали от инфляции, которая делала их деятельность исключительно прибыльной. Стабилизация осложнила их экономическое положение и привела к кризису, в результате которого выживут те, кто сможет адаптироваться к работе с относительно низкими ставками процента, ориентируясь не столько на норму прибыли, сколько на ее массу. Тем самым можно прогнозировать обострение кризиса банковских и торговых структур с выживанием наиболее мощных и устойчивых из них.

В-четвертых, в связи с обозначившейся перспективой макроэкономической стабилизации во второй половине 1995 года произошло заметное усиление интереса крупных финансовых структур к приватизации. Обострение борьбы за получение государственных (и, фактически, контрольных) пакетов акций ведущих российских предприятий привело к перегруппировке сил среди этих структур, образованию новых союзов и возникновению новых противоречий. Можно предположить, что эти процессы будут приводить к усилению внутривнутриполитической напряженности, к явному или неявному сближению недовольных результатами приватизации с естественным центром этого недовольства - КПРФ как наиболее крупной партии, открыто

провозглашающей необходимость передела собственности на "более справедливых" основаниях.

Макроэкономическая политика 1995 года была в известном смысле слова уникальной. Она представляла собой весьма нетипичный случай проведения стабилизации в предвыборный период<sup>11</sup>. Причем развитие ситуации вновь подтвердило отсутствие прямой и однозначной связи между динамикой экономической ситуации и политическими настроениями в стране, и прежде всего электоральным поведением. Это было отчетливо продемонстрировано уже в 1993 году на апрельском референдуме, где большинство высказалось в поддержку проводимого социально-экономического курса, и декабрьских выборах, принеших успех оппозиции. Избиратели, во-первых, реагируют на изменения социально-экономической ситуации со значительным опозданием и, во-вторых, их реакция находится под воздействием сложного комплекса факторов, никак не сводимых лишь к проблемам экономическим.

Опыт посткоммунистических стран свидетельствует, что время через 10-14 месяцев после начала стабилизационной политики по своим социальным последствиям является одним из наиболее болезненных, что не может не сказаться на результатах проводимых в этот момент выборов. Этому, естественно, не могли противодействовать ни пропагандистские усилия властей, ни попытки Правительства показать свою заботу о рядовом избирателе принятием некоторых решений демонстративно-популистского характера. Тем более, что Правительство, сделав ставку на стабилизацию, стремилось проводить такой курс максимально последовательно, не злоупотребляя дорогостоящими популистскими мерами. Это было в общем правильно, поскольку подобные меры все равно не принесли бы партии власти дополнительные голоса, так как воспринимались бы избирателем как уступка, вырванная партиями жесткой оппозиции, и потому делающая последних еще более популярными.

Положение блока "Наш дом - Россия" (НДР) и поддерживающих стабилизационный курс Правительства политических сил осложнялось еще и тем, что проводимая политика была третьей стабилизационной попыткой за четырехлетний период 1992-1995 годов. Между тем каждая новая попытка стабилизации является более тяжелой как в экономическом, так и в социально-политическом отношениях. Стремительно снижается готовность и, главное, способность основной массы

---

<sup>11</sup> Хотя в посткоммунистической России такая практика, кажется, становится типичной. Аналогично действовал осенью 1993 года Е.Гайдар, что позволило остановить инфляционную волну, но негативно сказалось на результатах возглавляемого им "Выбора России" на выборах в декабре того же года.

населения преодолевать тяготы жесткой экономической политики, а доверие к способности власти осуществлять намеченный курс, к наличию у нее необходимой для этого политической воли и (или) компетентности оказывается сильно подорванным.

Последовательное проведение макроэкономической стабилизации оказало определенное влияние и на характер предвыборной дискуссии. В ее ходе проявилось наличие трех вариантов постстабилизационной политики, каждый из которых связан с реальными интересами тех или иных социально-экономических группировок и представлен в качестве программных ориентиров тех или иных политических сил.

Прежде всего существует вариант открытой конкурентной рыночной экономики за который наиболее последовательно выступают либеральные политические силы (прежде всего Демократический выбор России) и который на практике реализуется в экономическом курсе В.Черномырдина образца 1995-1996 годов.

Ядром этого курса является подавление инфляции как основной предпосылки оздоровления социально-экономической ситуации и начала экономического роста. Эта политика опирается на *mainstream* современной экономической теории, то есть на признание монетарной природы высокой инфляции и необходимости для ее остановки обеспечить прежде всего отсутствие бюджетного дефицита или по крайней мере финансирование его за счет неинфляционных источников. В поддержку этого курса говорит также и опыт проведения аналогичных мероприятий в нескольких десятках стран мира (в том числе и в ряде посткоммунистических государств), в которых элиминирование бюджетного дефицита повело за собой (примерно с двухлетним лагом) начало быстрого экономического роста.

Другим существенным элементом этой концепции является интерпретация проблемы преодоления спада производства не как поддержки или восстановления старых хозяйственных организаций (предприятий), а как стимулирование роста на качественно новой производственной и технологической базе, позволяющего в относительно сжатые сроки осуществить глубокие структурные преобразования в экономике. Иными словами, задача стимулирования роста в правительственной концепции не тождественно задаче преодоления спада, но, в известном смысле, даже противоречит ей. Поэтому смягчение социальных последствий экономических (структурных) реформы в данной логике видится в обеспечении поддержки занятым на закрываемых предприятиях работников (поддержка социальной сферы,

переквалификация, оказание помощи в переселении), а не в финансовой помощи слабым, бесперспективным предприятиям.

Наконец, принципиальную роль здесь играет сохранение режима экономического либерализма, и прежде всего - свободы внешнеэкономической деятельности. В условиях довольно высокого уровня отечественного монополизма именно внешняя конкуренция является важнейшим механизмом сдерживания роста внутренних цен.

Естественными сторонниками такой политики являются те хозяйственные агенты, которые за последние годы смогли адаптироваться к рыночной среде, способны конкурировать на внешних и внутренних рынках и готовы к проведению активной инвестиционной деятельности, основным препятствием к которой является сегодня высокая инфляция. Естественными противниками - слабые предприятия, требующие для своего выживания массированных инъекций дешевых денег, а также значительная часть торгового сектора, для которого высокая инфляция является источником сверхприбылей.

Неоднозначно отношение к этой политике сектора финансовых услуг. До недавнего времени банки в основной своей массе являлись ее противниками, поскольку наличие "дешевых денег" позволяло этому сектору быть одним из наиболее доходных в стране. Однако в последнее время в банковской среде наблюдается явный раскол, поскольку крупнейшие банки, почувствовав устойчивость своего положения, изменили политические ориентиры и уже выражают готовность работать в стабильной ситуации, заниматься инвестициями в воспроизводство и ориентироваться при получении дохода не столько на нормы прибыли, сколько на ее массу.

Определились и две реальные альтернативы правительственному курсу.

Прежде всего речь должна идти о курсе на *открытый инфляционизм*. Основная декларируемая цель сторонников этой политики состоит в поддержке существующего производства и восстановления производства на предприятиях, переживающих глубокий спад и находящихся в практически безнадежном положении. Среди поддерживающих такую политику сил оказываются, по понятным причинам, неэффективные предприятия - как объективно неэффективные, бесперспективные вроде выработавших свой ресурс шахт, так и потенциально конкурентоспособные предприятия, находящиеся в глубоком кризисе из-за неспособности менеджмента руководить предприятием на уровне, адекватном современным требованиям. Такой

курс поддерживает большинство руководителей традиционного советского аграрно-промышленного комплекса. Здесь же находится значительная часть торговых и банковских структур - в основном мелких.

Ставка на инфляционную подпитку народного хозяйства делает практически невозможным проведение реальной реструктуризации экономики (теряется критерий эффективности со стороны спроса), и потому курс на поддержание производства оказывается тождественным сохранению структурного статус-кво.

Политическими силами, выступающими за этот курс, являются левые партии, и прежде всего коммунистическая и аграрная. Отчетливые проинфляционные заявления характерны также и для блока Г.Явлинского.

Проведение подобной политики в принципе возможно, она была широко распространена в 50-70-е годы среди латиноамериканских стран (в основном с популистскими военными режимами). Ниже в этой работе мы более подробно анализируем предпосылки, элементы и последствия популистского (инфляционистского) курса вообще и применительно к современной России в частности.

Еще один относительно реалистичный вариант экономической политики, четко заявивший о себе в 1995 году, отражает позиции националистических ("патриотических") партий и опирается на тезис о поддержке отраслей военно-промышленного комплекса России как основы для устойчивого роста отечественной экономики. Суть этой модели состоит в *концентрации максимума государственных ресурсов в отраслях военно-промышленного комплекса*, оказание предприятиям ВПК (всем или по определенному списку) стабильной поддержки инвестициями и иными финансовыми ресурсами из федерального бюджета.

Естественным и необходимым элементом этой политики является внешнеэкономический протекционизм, и прежде всего защита отечественных производителей от иностранных предприятий на внутреннем рынке. В проведении его заинтересованы как собственно предприятия военно-промышленного комплекса, так и, более широко, предприятия - производители импортозамещающей продукции.

При проведении подобного макроэкономического маневра предприятия военно-промышленного комплекса формируют как бы "ведущее звено" национальной экономики. Государственная поддержка становится своеобразным мотором, стимулирующим рост этого сектора, что, в свою очередь, создает спрос, необходимый

для развития других отраслей производственной и социальной сферы. В наименее инфляционном (и макроэкономически наиболее жестком) варианте рассматриваемой альтернативы перспективы гражданских отраслей, иособенно социальной сферы, оказываются в исключительно неблагоприятном положении, поскольку спрос на их деятельность неизбежно будет формироваться в последнюю очередь, а государственных ресурсов просто не будет хватать и тем самым воспроизведется столь знакомый для советской экономики остаточный принцип финансирования социальной сферы.

По сравнению с "левой альтернативой" здесь, особенно в исходном пункте, не следует ожидать чрезмерного экономического популизма. Популизм националистов ограничиться в первую очередь политической сферой. В экономике же власть попытается придерживаться достаточно осторожного макроэкономического курса. Проводящее такой курс правительство вряд ли пойдет на широкомасштабное замораживание цен, которое, по-видимому, первоначально будет касаться лишь продукцией сырьевого (и прежде всего топливно-энергетического) сектора. На теоретическом уровне это объясняется так называемой "инфляцией издержек" (то есть ростом цен в сырьевых отраслях) в качестве основной причины повышения уровня цен в народном хозяйстве.

Важным элементом рассматриваемой концепции является проведение комплекса организационных и институциональных мероприятий, направленных на формирование ряда крупнейших монополистических объединений - финансово-промышленных групп (ФПГ). Предполагается, что они должны создаваться по преимуществу "сверху", то есть самим государством, и представлять собой аналоги соответствующих образований Японии или Южной Кореи. Будучи опорой государственной промышленной политики, ФПГ рассматриваются как основные субъекты государственного регулирования и, одновременно, основные реципиенты государственной помощи.

Строго говоря, у этой модели довольно много общего с рассмотренным выше открыто инфляционным вариантом. Ограниченность государственных финансовых ресурсов, которых не будет хватать для неинфляционной поддержки всех влиятельных хозяйственных агентов ВПК, сделает неизбежным сильнейшее давление на распределяющий эти ресурсы бюрократический аппарат. Это будет иметь по крайней мере два очевидных последствия.

С одной стороны, неизбежен рост коррупции государственного аппарата, у которого появятся понятные "стимулы" к распределению соответствующих средств. С другой стороны, политическое руководство страны, даже имея твердое намерение не допустить инфляционной накачки экономики, не сможет противостоять мощнейшему давлению созданных им же финансово-хозяйственных групп (ФПГ). Не имея средств для удовлетворения appetites всех политически влиятельных лоббистов, государство будет вынуждено включить печатный станок и в дальнейшем раскручивать инфляционный маховик по нарастающей.

С точки зрения среднесрочных перспектив рассматриваемой экономической политики, для нее можно прогнозировать два достаточно реалистичных сценария. Во-первых, при абсолютно неквалифицированной макроэкономической политике (или при сильном политическом влиянии на националистическое правительство левых политических сил, являющихся открытыми инфляционистами) вполне вероятно быстрое включение механизма инфляционного финансирования с немедленным попаданием в описанный нами "латиноамериканский" порочный круг (от принудительного курса через фиксацию цен к товарному дефициту).

Во-вторых, теоретически можно предположить, что националистическое правительство может придерживаться и более осторожного курса в денежно-финансовой сфере. Это, конечно, будет порождать дополнительное социальное напряжение, но оно далеко не сразу станет представлять серьезную опасность для власти, которая сможет в течение какого-то времени объяснять социальные тяготы наследием "либералов-рыночников". Однако, как свидетельствует исторический опыт, политика националистического популизма, проводимая в течение определенного периода времени, все равно заводит в инфляционный тупик с неизбежным набором "немонетарных" антикризисных мер. Правда, это происходит не так скоро, как при левом варианте развития событий.

Наконец, в принципе нельзя сбрасывать со счетов и вероятность почти полного отказа от экономического популизма в рамках рассматриваемой экономико-политической модели. Как свидетельствует практика, вероятность такого развития событий крайне низка - но все-таки существует. Однако при таком развитии событий страна попадает в весьма сложное политическое положение. Ставка на ВПК как на источник народнохозяйственного роста предполагает наличие достаточно широкого спроса на военную продукцию. То есть страна должна или пойти по пути резкого

расширения торговли оружием на мировом рынке, или самой начинать боевые действия. Первое вряд ли возможно по экономическим причинам - масштабы зарубежных поставок вооружений Советским Союзом достигались за счет того, что подавляющая их часть передавалась как бы в долг (а фактически бесплатно) тогда как по уровню реальных продаж показатели были сопоставимы с аналогичными нынешними показателями для России. Иными словами, на реальный (денежный) спрос на мировом рынке рассчитывать особенно не приходится. Что же касается варианта с началом военных действий (по этому пути восстановления экономического роста как раз и пошла в 30-е годы Германия) - то здесь вряд ли нужны какие-то особые комментарии. Словом, без инфляционной накачки эта экономическая логика если и имеет какие-то перспективы, то они весьма печальны.

Вряд ли нуждается в доказательствах, что перспективы проведения того или иного варианта экономической политики в настоящее время в значительной мере зависят от чисто политических факторов. И прежде всего от результатов выборов в Государственную Думу, а также от личности будущего Президента Российской Федерации.

Итоги состоявшихся в декабре 1995 г. парламентских выборов и подготовка к выборам президентским позволяют дополнить эти соображения рядом важных экономико-политического выводов.

Прежде всего стало очевидно безусловное доминирование инфляционной альтернативы над националистической. На парламентских выборах 1995 года именно партии инфляционной ориентации одержали победу, тогда как сокрушительное поражение потерпел КРО - наиболее последовательный выразитель националистической альтернативы. В Думе сформировано явное проинфляционистское большинство из депутатов КПРФ и "Яблока", которые при определенном развитии событий будут поддержаны многими представителями правительственного НДР, не говоря уже о "жириновцах"- выходцах из советской номенклатуры.

Впрочем, поражение КРО отнюдь не означает поражения националистической альтернативы. Обе оппозиционные модели экономического развития тесно взаимосвязаны. Левопопулистская доктрина КПРФ включает в себя многие компоненты националистической модели - протекционизм, жесткий государственный контроль за производством, усиление роли крупнейших (монополистических) хозяйственных структур и т.д. А националистическая модель, как было уже отмечены



выше, включает в себя такие экономико-политические решения, которые практически не оставляют шансов на неинфляционную ее реализацию.

Словом, предвыборная борьба и ее итоги со всей отчетливостью демонстрируют социальную и политическую готовность современной России воспринять логику и практику курса *экономического популизма*<sup>12</sup>. Модели, действие которой далеко выходит за временные и политические рамки предвыборной борьбы. Ниже (во втором разделе) этот вопрос будет нами рассмотрен более подробно.

---

<sup>12</sup> Мау В. “Политическая экономия популизма”. *Независимая газета*. 1996. 28 марта.

## **Раздел второй**

### **Экономико-политический цикл и экономический популизм в посткоммунистической России**

---

#### *2.1 Экономика и политика во взаимосвязи.*

Достаточно очевидным феноменом пореформенной России является наличие тесной взаимосвязи и взаимного влияния экономических и политических процессов. И это совершенно естественно, поскольку системная общественная трансформация вырывает развитие системы из обычно, эволюционной логики принятия решений, “включая” дополнительные механизмы и факторы, которые оказывают сильное влияние на экономическую жизнь. Последняя, иными словами, в периоды глубоких реформ теряет свою обычную инерционность, и восстановление этой инерционности и является на самом деле внешним критериальным индикатором возвращения системы в эволюционное (“нормальное”) состояние.

В современной научной литературе проблематика взаимосвязи экономики и политики чаще всего анализируется в терминологии политико-делового цикла (political business cycle)<sup>13</sup>. Однако при всей важности и целесообразности анализа российской ситуации сквозь призму этой политико-экономической доктрины, ограничение ее рамками представляется безусловно недостаточным. Дело в том, что эти модели разработаны для условий стабильных демократий, и прежде всего для стран ОЭСР. Российский же опыт требует введения в анализ ряда допущений, отражающих как революционный характер движения от коммунистической системы, так и общую обстановку политической нестабильности, отсутствия консенсуса в обществе по базовым проблемам развития страны.

Словом, исследование посткоммунистической трансформации России требует выхода за рамки проблематики политико-делового цикла. Наш опыт последнего десятилетия требует для своего осмысления выделения особого сюжета - экономико-политических взаимодействий в условиях революционной трансформации социально-экономической системы, означающей радикальные изменения в самом существе существующего строя (отношений собственности, роли базовых экономических

категорий, политических институтов и т. д.). Революционный период, характеризующийся отсутствием устойчивых взаимосвязей и взаимодействий (экономических, политических, правовых), принципиально отрицает цикличность, что делает практически неприменимым к нему стандартную логику политико-экономического цикла. Вместе с тем для этого периода характерно наличие определенной логики общественно-экономической трансформации, детерминирующей развитие экономико-политических взаимосвязей<sup>14</sup>.

Таким образом, в нашем дальнейшем анализе мы будем исходить из гипотезы о наличии трех различных типов взаимодействия экономических и политических процессов:

- во-первых, в условиях революционной смены социально-экономической системы, являющийся по понятным причинам весьма специфическим и достаточно редко встречающимся в истории современных государств;

- во-вторых, эволюционный политико-деловой цикл. В той или иной форме этот цикл характерен для устойчивых рыночных демократий, и большинство соответствующих исследований выполнено на материалах стран - членов ОЭСР<sup>15</sup>;

- и, наконец, в-третьих, цикл экономики популизма, проявляющийся в условиях неустойчивости экономических и политических структур, нередко в периоды перехода от авторитарных (или традиционных) обществ к демократическим. То есть в периоды формирования демократических институтов, отсутствия демократических традиций и процедур, отсутствия устойчивого механизма трансформации экономических интересов влиятельных социальных групп в политические формы осуществления государственной власти<sup>16</sup>.

Нетрудно заметить, что второй и третий типы экономико-политических взаимодействий отличаются от первого цикличностью своего развития. Разница же последних двух состоит в том, что колебания экономической политики при эволюционном политико-экономическом цикле являются относительно умеренными по

---

<sup>13</sup> В экономической литературе существует уже большое количество работ, посвященных анализу "политико-делового цикла". Сформировалось несколько направлений его анализа. Обзор существующих исследований на эту тему см. подробнее:

<sup>14</sup> Агасян Г.А. и др. *Экономическая реформа в России, 1985-1994*. London: CRCE, 1996, p. 4-7.

<sup>15</sup> Nii. *Political Cycles in OECD Economies*. In *Monetary and Fiscal Policy*. Vol. 2, p. 99-134.

<sup>16</sup> Nii., *Populism in Latin America*. R.Dornbusch, S.Edwards (eds.). *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago, London: The University of Chicago Press, 1991.

амплитуде и не выходят за рамки естественных бюджетных ограничений, тогда как для цикла экономики популизма характерны сильные колебания, при которых власти прибегают то к инфляционной накачке хозяйства, то к комплексу мер более или менее жесткой макроэкономической стабилизации, ориентированной на так называемый "вашингтонский консенсус"<sup>17</sup>.

Другой важной отличительной характеристикой двух последних вариантов циклов является механизм восприятия институтами власти сигналов, идущих от сограждан или экономических агентов. При эволюционном цикле политики ориентируются обычно на привлечение ("покупку") голосов избирателей, как бы предвосхищая их желания своими действиями. Популистская же политика реактивна, то есть власти реагируют на позиции влиятельных групп интересов и (или) на общественные настроения (усталость от тягот жесткой стабилизационной политики или же от неустойчивости жизни в условиях высокой инфляции).

Именно к анализу последних двух типов экономико-политических взаимодействий мы теперь и приступаем.

## *2.2 Цикличность российской экономической политики 90-х годов*

Даже беглого взгляда на развитие российской экономической реформы на протяжении 1992-1996 годов достаточно, чтобы отчетливо увидеть волнообразный (циклический) характер осуществлявшегося курса экономической политики. Причем характерно, что происходило все это в рамках одного и того же президентства и без радикальных изменений в составе правительственного Кабинета. Фазы, о которых идет речь, достаточно очевидны хотя бы из данных о росте инфляции. (См. Таблицу 1 и рисунки 1 и 2).

Правда, начиная с 1992 года, среди экономистов и политиков наибольшую популярность получило объяснение этих колебаний значительной ролью сезонных факторов. Действительно, сезонность - важный фактор функционирования российской экономики. Основными каналами его влияния являются сельское хозяйство и промышленные анклавы в северных и восточных регионах при слабом развитии

---

<sup>17</sup> Ñì. àèñéóññèþ î "ààøèíàðíñèù èíñáíñóñà" à èíèàà: Williamson J. (ed.). *Latin American Adjustment: How Much Has Happened*. Washington DC: Institute for International Economics, 1990.



трансформации российской экономики если не более эффективным, то более предсказуемым. То есть цикличным.

Анализ конкретных циклов 1993-1996 годов позволяет пояснить и аргументировать сказанное более обстоятельно.

Осень 1993 года. На протяжении предшествующих нескольких месяцев министру финансов Б.Федорову удалось провести ряд организационно-политических решений, закладывающих основы новой попытки макроэкономической стабилизации. Среди них повышение ставки рефинансирования Центрального банка, недопущение индексации оборотных средств и новых взаимозачетов задолженности предприятий, отмена технического кредита странам СНГ, начало эмиссии государственных ценных бумаг как неинфляционного источника финансирования дефицита госбюджета, и др. Однако ему не удалось реально ограничить бюджетную и денежную экспансию. Среднемесячный темп прироста денежной массы в первом полугодии 1993 года, что привело к резкому скачку инфляции во втором полугодии. (Особенно в третьем квартале).

Возвращение в Правительство в сентябре Е.Гайдара знаменовало начало новой попытки осуществления макроэкономической стабилизации как базы для будущего экономического роста. Проведение сдержанной денежной политики создало понятные трудности для значительной части предприятий - тех из них, которые не смогли приспособиться к условиям рыночной конкуренции (спросовых ограничителей).

Это была странная политика в условиях начатой в октябре предвыборной кампании, плохо сочетавшаяся как с известным опытом десятков стран мира, так и с теоретическими построениями современной политической экономии. Подобное развитие событий может быть объяснено, на наш взгляд, примерно следующим набором аргументов.

Во-первых, инфляция приблизилась в августе к опасному уровню в 30 процентов в месяц, что явно грозило срывом страны в гиперинфляцию и требовало от ответственных политиков-экономистов решительных действий. Осознание предвыборной политической опасности жесткого макроэкономического курса не стало аргументом в пользу отказа от него, хотя политические последствия были Е.Гайдару вполне ясны с самого начала.

Во-вторых, и Президент, и экономисты-реформаторы находились под глубоким воздействием итогов апрельского референдума, в ходе которого избиратели

высказались не только в поддержку проводимого исполнительной властью политического курса вообще, но и социально-экономической политики в частности (чего никто из них не ожидал).

В-третьих, сохранялись психологические установки наличия сильного и непопулярного противника, каким был Верховный Совет РФ и контраст с которым был самостоятельным фактором повышения популярности исполнительной власти. Это сформировало иллюзию устойчивой популярности реформаторского Правительства - популярности, которой оно на самом деле оно лишилось ликвидацией хасбулатовского ВС. Правительство продолжало действовать в старой логике противостояния, толкавшей к проведению курса, противоположного требованиям непопулярного законодательного корпуса.

1994 год. Реакция Б.Ельцина и В.Черномырдина на итоги выборов 1993 года была более чем болезненной. Относительно слабые результаты, полученные правительственным "Выбором России", свидетельствовали об усталости значительных слоев избирателей. Предстояло принять политическое решение - или продолжить проведение стабилизационного курса, или пойти на инфляционистское смягчение макроэкономической политики.

Первый вариант, на котором настаивал тогда Е.Гайдар, был в краткосрочном отношении болезненным, но практически гарантировал выход в течение двух лет (то есть к новым парламентским и президентским выборам) на траекторию устойчивого экономического роста. Второй по форме означал смягчение курса благодаря более или менее широким раздам "дешевых денег", но одновременно означал удлинение и усложнение процессов экономической стабилизации и одновременно влек за собой достаточно опасные политические последствия. "Умеренно жесткий" (а по сути мягкий) курс Правительства неизбежно должен был привести через несколько месяцев к острому инфляционному скачку, ставящему власти перед необходимостью начинать новую попытку стабилизации. Но теперь уже жесткий курс приходилось бы вести в преддверии выборов со всеми вытекающими отсюда политическими последствиями.

Как известно, выбран был второй путь. В течение 1994 года происходило ускорение темпов роста денежной массы, причем особенно быстро эти процессы пошли в летние месяцы. Это попытались вновь объяснить сезонностью российской экономики, хотя уже тогда было ясно, что сезонность здесь является феноменом политическим. Действительно, основные бюджетные обещания были буквально

"выбиты" у Правительства в ходе дебатов по проекту государственного бюджета на 1994 год, проходивших в Государственной Думе в мае-июне (то есть с сильным запаздыванием). Иными словами, политическая уязвимость Правительства перед лицом оппозиционности законодателей толкнула его на расширение эмиссионного финансирования народного хозяйства, в последствиях которой его же более всего и обвиняла думская оппозиция.

Резкое обострение кризиса осенью 1994 года толкнуло исполнительную власть на возвращение к жесткой *стабилизационной политике 1995 года*, которая была нами подробно рассмотрена уже в первом разделе. Здесь важно лишь вновь подчеркнуть естественность политических последствий стабилизационной политики, начинаемой за год до выборов. Закономерна и дальнейшая реакция Президента *в 1996 году*.

Подведем промежуточные итоги.

Разумеется, имеющегося опыта пока еще недостаточно, чтобы предложить концептуально четкую модель экономико-политического процесса России в посткоммунистическом конституционно-правовом пространстве. Тем не менее нам представляется возможным и необходимым сделать некоторые выводы относительно уже наметившихся тенденций и закономерностей. Хотя мы в полной мере сознаем ограниченность этих выводов по причине минимального объемом имеющегося к настоящему времени эмпирического материала.

Обращают на себя внимание два важных момента.

Во-первых, экономико-политические циклы 1993-1996 годов не связаны непосредственно со сменами находящихся у власти политических партий. Результаты выборов оказывают косвенное, хотя и совершенно явное воздействие на экономико-политические колебания.

Во-вторых, избиратели не имели пока достаточного практического опыта оценки деятельности партий тех или иных партий в случае прихода их к власти. Осмысление альтернатив экономической политики к началу 1996 года ограничивалось весьма абстрактными представлениями о выборе между продолжением болезненных реформ и возвращением к позднесоветской устойчивости, прочно ассоциируемой с благополучием. Реальные границы возможного и существующие альтернативы не стали элементом не только массового сознания, но остаются туманными даже для значительной части политической и экономической элиты страны.



Иными словами, в России еще не сложилось устойчивых, существующих на уровне массового сознания ожиданий тех или иных результатов экономической политики от той или иной партии. То есть российский избирательный процесс является уникальным феноменом для экономико-политического моделирования, когда крайне условное допущение об отсутствии "политической памяти" у избирателя является вполне реалистичным.

На основании двух отмеченных нами особенностей можно сделать осторожное предположение о применимости для анализа современной российской ситуации модели "экономико-политического цикла", разработанного У.Нордхаузом и дополненного затем А.Цукерманом, Т.Персоном, Г.Табеллини<sup>19</sup>. В их модели утверждается, что практически любое правительство в непосредственно предшествующий выборам период склонно проводить политику стимулирования роста и социальных выплат, тогда как послевыборный период всегда отличает повышенная макроэкономическая жесткость. То есть речь идет о чередовании двух вариантов политики - антиинфляционной и социальной (нацеленной на борьбу с безработицей) при предположении, что действует "кривая Филипса", а избиратель имеет минимальный электоральный опыт и склонен принимать действия властей как данность, практически не прогнозируя естественные последствия той или иной политики<sup>20</sup>.

Краткосрочность опыта рыночной демократии и цикличность экономико-политического курса при практически неизменной исполнительной власти, казалось бы, являются свидетельством в пользу применимости настоящей модели и вытекающих из нее экономических и политических выводов. Однако существует еще одна принципиальная особенность российского цикла, которая не только требует внести в эти рассуждения принципиальные коррективы, но и сама нуждается в объяснении.

Нетрудно убедиться, что политико-экономический цикл действует в современной России как бы в перевернутом виде. То есть в период, предшествующий выборам, власти проводили жесткий стабилизационный курс, тогда как сразу после выборов в него вносились поправки популистского характера. Политические причины такого развития событий применительно к каждому конкретному изменению курса за

---

<sup>19</sup> Ńi.: Nordhaus W. *Ibid*; Cukierman A., Meltzer A. *Ibid*; Persson T., Tabellini G. *Ibid*.

<sup>20</sup> Æ.Æeñeía ñeáaópuèì íaðaçì òaðæèòðèçòáò èþ-áaóþ ðááíñúeéó ñeñoáíú "ñeèèè-áñeíáí áæeíáíáí òèèè" (political business cycle - PBC) Ó.Íððáóçà: "Nordhaus' PBC is based upon two crucial assumptions. First, the voters are backward-looking and short-sighted... They forget quickly about the past and do not understand the economic relationship between inflation and unemployment. Second, the economy is characterized by a Philips

последние годы выше нами уже изложены. Однако при всей своей важности они представляются недостаточными и нуждаются в некоторой общей интерпретации, позволяющей связать имеющийся уже опыт воедино. В данном случае мы вновь должны сделать оговорку относительно ограниченности имеющегося опыта и, следовательно, об очевидной условности наших интерпретаций.

В общем виде здесь можно предположить, что "перевернутый" характер политико-экономического цикла возникает как результат незрелости системы рыночной демократии, находящейся еще только в стадии своего становления. Это проявляется в ряде специфических черт экономико-политической жизни современной России, среди которых особенно выделяются следующие. Во-первых, наличие влиятельных групп интересов (прежде всего хозяйствующих субъектов), поддерживающих альтернативные модели экономико-политического развития страны - открытую конкурентную модель и закрытую, ориентирующуюся на идеологию "импортозамещения"<sup>21</sup>. Во-вторых, слабость политических организаций, не способных формировать устойчивые правительственные коалиции, смягчающие колебания экономического курса при переходе власти от одной партии к другой. В-третьих, как следствие первых двух моментов, возможность влиятельных групп интересов (и экономических агентов) оказывать непосредственное воздействие на формирующие экономическую политику институты, минуя политические организации, а нередко и представительные органы федеральной власти. Наконец, в-четвертых, неоднородный характер Правительства, коалиционность которого состоит не в поддержке его разными фракциями Государственной Думы, а сосуществованием в нем сторонников различных экономико-политических доктрин, в результате чего внутри исполнительной власти идет постоянная и не приводящая к сколько-нибудь определенным результатам борьба.

Весь этот набор факторов, повышает неустойчивость функционирования экономической системы и модифицирует характер деятельности институтов власти, усиливая в них реактивные и, следовательно, популистские компоненты. Иными словами, можно сделать вывод, что факторы, трансформирующие стандартный эволюционный политико-экономический цикл являются одновременно и факторами

---

curve which is easily exploitable because of backward-looking expectations". (Alesina A. Political and Business Cycles in Industrial Democracies. In *Economic Policy*, 1989: April. P. 63).

<sup>21</sup> Αίτια των κρίσεων / Η κρίση των οικονομικών πολιτικών / Η κρίση των οικονομικών πολιτικών // *Αίτια των κρίσεων*. 1995. N 12.

возрастания роли популистской экономической политики и, соответственно, популистского цикла<sup>22</sup>.

### *2.3 Экономическая политика популизма: анализ имеющегося опыта.*

Прежде всего подчеркнем, что понятие "популизм" отнюдь не относится к эмоциональным или морализаторским, но имеет достаточно строгий экономический смысл. На протяжении 80-90-х годов на эту тему было опубликовано немало работ, так что уже можно говорить о существовании специального раздела экономической теории - макроэкономики популизма. Большая часть исследований этих вопросов проводилась пока на материалах развития латиноамериканских государств 50-80-х годов.

Популизм, рассматриваемый как экономическое явление, представляет собой определенный тип политики, при котором правительство пытается добиться высоких темпов роста при помощи активного перераспределения создаваемого в стране национального дохода, резкого расширения внутреннего платежеспособного спроса и готовности ради этого выходить за ограниченные рамки государственного бюджета. Последний элемент особенно важен, поскольку в нем состоит различие между обычной популистской политикой, достаточно широко распространенной в XX столетии, и популизмом экономическим.

Существует два типа экономического популизма.

*Классический* (или традиционный) популизм характерен для авторитарных националистических режимов. Для них достижение "экономического чуда" было одновременно и доминантой политической риторики, и условием обеспечения политической стабильности власти - своеобразным источником легитимации военной или полувойенной диктатуры. Наиболее типичными примерами такого курса являются

---

<sup>22</sup> Частично описывая ситуацию в странах с переходной экономикой, можно сказать, что популизм в этих странах имеет несколько иное содержание. В этих странах популизм является скорее реакцией на кризисные явления в экономике и политике, чем сознательной политикой. Популизм в этих странах является скорее реакцией на кризисные явления в экономике и политике, чем сознательной политикой. Популизм в этих странах является скорее реакцией на кризисные явления в экономике и политике, чем сознательной политикой.

Бразилия 60-80-х годов и Аргентина 50-80-х годов (в обоих странах большую часть этих лет правили военные правительства).

Другим вариантом является *левый* популизм С.Альенде в Чили (1971-1973) и сандинистов в Никарагуа (80-е годы). Ключевым пунктом программ этих правительств было решение острых социальных проблем, и прежде всего обеспечение быстрого роста занятости и повышения благосостояния основной массы населения. Здесь также велико было упование на "экономическое чудо", которое, власти склонны были объяснять тем, что левое правительство выражает интересы огромного большинства населения. Политической целью левых популистов, как и в первом случае, является удержание власти - демократическим путем (как в Чили) или военной силой (как в Никарагуа).

Оба типа популизма близки и по экономической логике, и по практическим результатам.

Логика правительства, встающего на путь экономического популизма, достаточно проста. Опираясь на политическую мощь государства, власти намерены обеспечить резкое повышение народного благосостояния и преодоление отставания от развитых государств мира.

В качестве исходной предпосылки принимается, что в первую очередь государство должно стимулировать спрос. Существует два пути решения этой задачи. С одной стороны, всемерно наращивать государственные расходы (инвестиции, закупки и пр.). С другой стороны, при помощи комплекса мер социальной политики добиваться быстрого роста реальных доходов и на этой основе потребительского спроса. Если первое характерно для популизма вообще, то второе - отличительная черта именно левой модели.

Обязательным элементом политики популизма является всемерная поддержка национальной промышленности (или проведение ускоренной индустриализации, модернизации и т.п.). Обычно этот курс проводился под лозунгом "развития импортозамещающих отраслей", то есть тех отраслей промышленности, которые позволяют избавиться от импорта важнейших средств производства, ориентированы на выпуск продукции глубокой переработки и ослабляют зависимость национальной экономики от колебаний мирового рынка.

---

*political business cycle.* (Alesina A. *Political Models of Macroeconomic Policy and Fiscal Reform.* Washington DC: The World Bank, 1992. P. 15).

Для этого предлагалось опираться на комплекс мер экономического и административного характера, среди которых можно выделить следующие. Во-первых, протекционистская внешнеэкономическая политика, ограничивающая доступ иностранных товаров на внутренний рынок. Во-вторых, уже упоминавшаяся активная инвестиционная деятельность государства, напрямую поддерживающего развитие тех или иных отраслей (это особенно характерно для левых правительств). В-третьих, перераспределение ресурсов из экспортно ориентированных секторов экономики в "импортозамещающие" отрасли. Последнее имеет особое значение для популистского курса, отличая его от обычного протекционизма.

Наконец, важными элементами политики любого популистского правительства являются сильная роль государства в ценообразовании, особенно на сырьевые ресурсы и продовольствие (стремление к занижению этих цен на внутреннем рынке), установление государственного контроля над важнейшими отраслями промышленности и в банковской сфере, стремление к установлению возможно более низкого процента за банковский кредит (в целях поддержания индустриальной экспансии) и, как следствие пренебрежения рыночной сбалансированностью, усиление государственного вмешательства в распределение кредитных ресурсов. Таким образом, экономический популизм оказывается прежде всего политикой перераспределения, что всегда роднит его с социализмом.

Популистский экономический курс возникает не на пустом месте. Он становится реальностью при наличии ряда экономических, политических и социальных предпосылок, которые являются общими для самых различных стран. В предыдущем разделе мы уже подошли к их характеристике. Рассмотрим теперь этот вопрос более подробно.

Во-первых, речь должна идти об особенностях экономической структуры, отличающейся разрывом между экспортно ориентированными отраслями и отраслями потенциального импортозамещения. Причем важно не просто наличие этих двух групп отраслей, но и отсутствие механизма экономического взаимодействия между ними (отсутствие перелива капитала от одного сектора к другому, противоположность интересов при принятии экономико-политических решений). Можно даже говорить об отсутствии "экономического консенсуса" между ведущими секторами национального хозяйства, когда улучшение положение в одном из них может прямо или косвенно вызывать ухудшение ситуации в другом.

Практически все страны, вступавшие в полосу "экономики популизма", характеризовались подобной биполярностью своей экономической структуры. В них соседствовали, практически не взаимодействуя, сильный экспортный сектор и относительно слабая, неконкурентоспособная на мировом рынке обрабатывающая промышленность. Первый обычно представлял собой или отсталое в экономическом и социальном отношении сельское хозяйство с многочисленным и нищим населением при концентрации земли у небольшого числа латифундистов (такова была ситуация в Бразилии и Аргентине), или сырьевые отрасли, как правило принадлежащие иностранному капиталу (меднорудная промышленность Чили).

Противостояние экспортных отраслей другим секторам, отсутствие естественных (экономических) взаимосвязей между ними порождало политическую и социальную напряженность. Не только рабочие, но и предприниматели "городской" промышленности противопоставляли себя отсталому аграрному сектору или принадлежавшим иностранцам рудникам. Владельцы ориентированных на экспорт предприятий оказывались в крайне уязвимом социальном положении - их политическое влияние основывалось или на принадлежности к аристократии (когда речь шла о землевладельцах), или на поддержке правительств развитых государств (для иностранного капитала). Но в середине XX столетия этой поддержки для выживания было уже недостаточно, а отношения со своими рабочими или арендаторами традиционно отличались крайним антагонизмом. В перерабатывающей же промышленности интересы предпринимателей и наемных рабочих оказывались тождественными: и те, и другие были заинтересованы в перекачке в свою пользу ресурсов, получаемых от экспорта.

Во-вторых, существенная поляризация общества, резкий разрыв между богатыми и бедными. По вполне понятным причинам это усиливает общий уровень перераспределительных настроений в обществе. Тем более, когда богатство сосредотачивается не просто в руках у предпринимателей, а в строго определенных, узко очерченных секторах экономики и основной массой населения воспринимается как социально ущербное (аристократы-латифундисты, или наживающиеся на дешевизне местной рабочей силы иностранцы). В пользу этого вывода свидетельствует и сравнение стандартных статистических показателей социальной поляризации в латиноамериканских и западноевропейских странах 60-х годов. (См. таблицу 3).

В-третьих, политическая структура общества, и прежде всего неустойчивость политических институтов, слабость политических партий, отсутствие демократических традиций.

**Таблица 3<sup>23</sup>.**

**Значение коэффициента Джини в некоторых странах**

| Страна         | Год  | Коэффициент Джини |
|----------------|------|-------------------|
| Канада         | 1981 | 0,263             |
| Норвегия       | 1985 | 0,277             |
| Швеция         | 1987 | 0,304             |
| Новая Зеландия | 1985 | 0,350             |
| США            | 1992 | 0,466             |
| Бразилия       | 1984 | 0,576             |
| Россия         | 1991 | 0,260             |
| Россия         | 1995 | 0,381             |

Естественно, что более всего это относится к странам, где демократические институты переживают период своего становления. Ведь вероятность выбора популистского курса выше, когда "при наличии в стране многопартийности политические элиты оказываются неспособны сформировать устойчивое правительственное большинство"<sup>24</sup>. А неустойчивое правительство гораздо более уязвимо в своей деятельности и гораздо более склонно к осуществлению мероприятий популистского характера.

В-четвертых, популистскому курсу обычно предшествует более или менее последовательная попытка проведения ответственной (ограничительной) макроэкономической политики, крайне непопулярная в общественном мнении и одновременно позволяющая накопить определенные валютные резервы. Социальные тяготы этой политики делают ее уязвимой для демагогической критики левого и националистического характера, а само наличие валютных резервов является необходимым условием для осуществления популистских мероприятий. Ведь проводя популистский курс, правительство должно иметь определенные накопления, чтобы при

<sup>23</sup> Россия и ООН: Информационно-статистический справочник. М., 1995

их помощи поддерживать сбалансированность на внутреннем рынке, обеспечивая импорт потребительских товаров и удовлетворяя спрос "национальной промышленности" (отраслей импортозамещения) на производимые за рубежом средства производства.

В-пятых, экономика популизма хорошо приживается на почве, сдобренной национализмом в качестве консолидирующей идеи, когда задача ускоренного роста национальной промышленности объясняется необходимостью противостояния внутренним и (или) внешним врагам. В варианте левого популизма этот тезис дополняется осознанием мессианской роли нации, осуществляющей социалистический эксперимент.

Наконец, в-шестых, этот курс часто оказывается связанным с наличием в стране политического лидера харизматического типа, плохо совместимого с традициями представительной демократии. Правда, здесь возможны два варианта развития событий. С одной стороны, популистская программа может непосредственно реализовываться авторитарным харизматическим вождем. С другой стороны, когда на этот путь встает демократически избранное правительство (например в Бразилии на рубеже 50-60-х годов или в Чили в начале 70-х), его эксперименты практически неизбежно ведут к государственному перевороту и утверждению режима авторитарного. Но в обоих случаях в стране должны иметься политические и психологические предпосылки такого развития событий.

Словом, наличие в той или иной стране комплекса рассмотренных нами экономических, политических и социальных позволяет с высокой степенью вероятности позволяет ожидать "запуска" популистского механизма. Столь же прогнозируемы и стандартные последствие этого курса.

Начальная фаза экономической политики популизма как правило оказывается очень успешной. Провозгласив политику "стимулирования внутреннего спроса", правительство реализует ее при помощи масштабных государственных инвестиций в производство, искусственно низкой процентной ставки и массивных социальных выплат. Буквально в считанные недели возрастают темпы экономического роста, снижается безработица, начинает расти уровень жизни. Создается впечатление, что эмиссионное хозяйство не так страш\*о, как о нем говорит МВФ, а возможные проблемы товарного наполнения рынка легко решаются при помощи импорта -

---

<sup>24</sup>Kaufman R.R., Stallings B. The Political Economy of Latin American Populism. In: *The Macroeconomics of*



благодаря имеющимся валютным резервам. Более того, порывая на практике с "порочными рекомендациями МВФ и иных зарубежных консультантов", правительство получает широкие возможности пропаганды своего курса как "единственного подлинно национального".

Однако вскоре начинаются проблемы. Подхлестываемый государством внутренний спрос всегда растет значительно быстрее производства<sup>25</sup>, а валютные резервы близятся к исчерпанию. Правительство вынуждено прибегнуть к принудительному установлению валютного курса и вводить государственное регулирование цен. Немедленно возникает товарный дефицит и очереди за продуктами. Правительство должно или вводить рационирование, или отпускать цены. Все это оказывается особенно болезненным по контрасту с ожиданиями "экономического чуда", которые только что пережила страна.

Вскоре товарный дефицит становится постоянным, причем не только на потребительском рынке, но и на рынке средств производства. Ужесточение ценового контроля оборачивается пустыми прилавками, отпуск цен ведет к быстрому росту цен. Начинается бегство капитала из страны, падает производство, резко снижаются налоговые поступления (которые и так были невысоки), растет бюджетный дефицит. Это ведет к дальнейшему усилению инфляции и падению производства. Образуется замкнутый круг, выход из которого приходится искать в стандартных стабилизационных рецептах МВФ, но данное правительство этого уже позволить себе не может. Практически неизбежным становится смена власти, которая за редким исключением происходит неконституционным путем<sup>26</sup>.

Описанный экономико-политический цикл являлся типичным практически для всех государств, которым приходилось испытывать на своем опыте экономическую политику популизма. Причем дело здесь как правило не ограничивается лишь одним циклом. Многие страны в XX столетии, раз начав популистские мероприятия, вскоре обнаруживали себя в ловушке, когда популистский курс порождал необходимость проведения болезненной макроэкономической стабилизации, тяготы которой вновь толкали страну на путь популизма, за которым следует очередная попытка

---

*Populism in Latin America*. P. 22.

<sup>25</sup> Этот вопрос был подробно проанализирован уже российскими экономистами 20-х годов. См., например: Новожилов В.В. Недостаток товаров // *Вестник финансов*. 1926. N2.

<sup>26</sup> См.: Гайдар Е. В начале новой фазы // *Коммунист*. 1991. N 2.

стабилизации, и так далее. В Чили этот период занял около десятилетия, а в Аргентине сорок лет, а в Бразилии - все шестьдесят.

#### *2.4 Российский экономический популизм в теории и у власти*

Строго говоря, популизм не является для России чем-то принципиально новым. Большевики пришли к власти под популистскими лозунгами и с популистской экономической программой. Сталинская индустриализация, в основе которой лежал тезис о противоположности социально-экономических и политических интересов промышленности и сельского хозяйства, стал одной из самых масштабных в мировой истории попыток реализации популистского курса. Наконец, завершающая фаза советского коммунизма (1985-1991 годы) была насквозь пропитана популистской идеологией, находившей выражение в антиалкогольной кампании, в попытках решения социальных проблем при наращивании доли накопления в национальном доходе.

Причем всегда политика популизма характеризовалась у нас двумя принципиальными чертами. Во-первых, настойчивым стремлением политического руководства выйти за рамки бюджетных ограничений, что объяснялось обычно исключительной мощью советской власти и вторичный ролью закона стоимости в социалистической экономике (этот тезис неявно присутствовал и в деятельности правительства М.Горбачева-Н.Рыжкова). Во-вторых, как и в других (несоциалистических) государствах, продолжительность популистских эпизодов не превышала 3-5 лет, за чем следовало ужесточение экономической политики, так или иначе преодолевавшее попытки реализации популистских социально-экономических проектов на практике.

Но это уже отошло в область истории. Однако, как следует из всего сказанного нами выше, вероятность повторения популистской политики в современной России вновь весьма высока. Аргументируем этот вывод теперь более подробно.

Главное здесь состоит в том, что при анализе экономических, социальных и политических процессов нетрудно убедиться в наличии в современной России практически всего комплекса предпосылок, обуславливающий возобладание популистского курса ее развития.

Прежде всего это касается экономической структуры. Когда говорят об отсталости, неэффективности структуры российского народного хозяйства, обычно

имеют в виду доминирование в нем сырьевых отраслей и машиностроения при относительно слабом развитии потребительского сектора и непосредственно связанных с ним отраслей. Однако дело не только и даже не столько в этом. На сегодня главная проблема состоит в углубляющемся разрыве конкурентных на мировом рынке отраслей (это прежде всего производители сырья и энергетических ресурсов, в также часть предприятий металлургии и химии) от остальной части народнохозяйственного комплекса.

Экспортно ориентированная отрасли оказываются все менее связанными с другими секторами производства, то есть все менее зависит от потребления своей продукции внутри страны. У них формируется своя устойчивая система экономико-политических интересов, по сути противоположная остальным частям народного хозяйства. Особенно ярко все это проявляется при определении основных параметров макроэкономической и внешнеэкономической политики правительства.

Для конкурентоспособных производств экономическая и политическая стабильность важнее "дешевых денег". То есть они, конечно, не стали бы отказываться от льгот и привилегий, но все это не является для них вопросом жизни и смерти. Эти отрасли способны конкурировать на мировом рынке, им нужно развиваться и, следовательно, инвестировать. Однако важнейшим препятствием для инвестиционной активности является обесценение денег - инфляция. И именно поэтому экспортно ориентированные отрасли (как, впрочем, конкурентоспособные предприятия вообще) формируют социальную базу стабилизационного макроэкономического курса. Этим они принципиально отличаются от низкоэффективных секторов, нуждающихся для своего выживания в постоянной государственной поддержке - как в форме финансовых раздач, так и при помощи ограничения деятельности на отечественном рынке иностранных производителей.

Правда, в настоящее время, по мере осуществления макроэкономической стабилизации, происходит некоторое сближение интересов обоих секторов по проблемам политики валютного курса. Но это, скорее, негативный союз: и экспортеры, и их оппоненты страдают от крепнущего рубля - его реальный рост по отношению к доллару ослабляет конкурентные позиции экспортеров и повышает конкурентоспособность импорта на российском рынке. Пользуясь удачным выражением А.Лившица, формируется политически весьма влиятельная "партия слабого рубля". Хотя единство интересов обоих секторов здесь не является

абсолютным: несколько страдая от снижения своих доходов, экспортеры выигрывают на относительном удешевлении необходимого для многих из них производственного импорта.

Растущее отчуждение отраслей усиливает и социально-политическую напряженность в обществе. В особой мере это проявляется в машиностроительных отраслях (прежде всего на предприятиях ВПК), привыкших рассматривать себя в качестве сердцевины отечественной экономики. Для них внешнеэкономическая либерализация и резкое снижение государственного заказа становятся источником постоянной опасности банкротства и именно поэтому воспринимаются не иначе как "распродажа Родины". Эти сектора становятся наиболее мощными политическими противниками курса макроэкономической стабилизации и либерализации вообще и в особенности тех отраслей, которые выигрывают от этого курса.

Естественной мишенью для критики со стороны "патриотической" (то есть неконкурентоспособной) промышленности становится топливно-энергетический комплекс. А по мере постепенного осознания общественным мнением опасности простого эмиссионного финансирования народного хозяйства быстро растут перераспределенческие настроения, выражающиеся в стремлении получать от государства финансовую помощь за счет прибылей экспортеров. В 1995 году эти настроения были политически закреплены в форме Конгресса русских общин, ключевым элементом экономической программы которого стал тезис о перераспределении ресурсов из топливно-энергетического сектора в отрасли высоких технологий (которыми у нас как раз и подразумевается ВПК). Нетрудно заметить, что аналогичные идеи, одобренные сильной долей инфляционизма, лежат в основе экономической программы КПРФ.

На этом фоне явно усиливаются националистические настроения, которые в современной России, в отличие от других бывших "братских стран", непосредственно связаны с политикой коммунистического реванша, а не возрождения национальной государственности. В этом находит отражение специфика нашего выхода из коммунизма, поскольку Россия является единственной страной (если не считать Китая), для которой коммунизм был порожден внутренними факторами ее развития, а не навязан извне. А на конкретном уровне экономической политики национализм трансформируется в протекционизм, противостоящий открытости либерального пути, в котором видят угрозу самобытности российского государства.

Наконец, остро стоят в настоящее время и социальные проблемы пореформенного развития. Общим местом политологических рассуждений сейчас стал тезис о сильной социальной поляризации российского общества. Это не совсем корректное утверждение - статистические индикаторы, характеризующие социальную дифференциацию, у нас находятся примерно на уровне западных стран и существенно ниже латиноамериканских. Однако ситуацию все-таки нельзя считать благополучной, поскольку скорость изменения этого показателя - то есть быстрота нарастания социальной дифференциации - оказалась исключительно высокой<sup>27</sup>, и население, разумеется, не может и не хочет воспринимать это как должное. (Кстати, причина таких изменений состоит вовсе не в самих посткоммунистических экономических реформах, но прежде всего в отсутствии должной последовательности при проведении реформ. Ведь именно высокая и длительная инфляция является важнейшим источником быстрого роста социальной поляризации).

Можно было бы продолжить эти рассуждения. Но и сказано достаточно для вывода: в России середины 90-х годов сформировался стандартный комплекс предпосылок экономической политики популизма. Более того, я даже готов утверждать, что переход к этой модели не связан исключительно с победой коммунистического кандидата на президентских выборах. Конечно, такой результат выборов гарантирует популистский курс почти со стопроцентной вероятностью. Но еще это отнюдь не означает, что, скажем, при сохранении на президентском посту Б.Ельцина подобный сценарий можно считать полностью исключенным. Во многом экономико-политический облик ельциновской администрации будет определяться людьми, входящими в ближайшее окружение президента - их взглядами, жизненной философией, а и просто общим уровнем образования. А в этом отношении команда нынешнего президента России отнюдь не однородна.

Если Россия пойдет по пути популистской политики, то предсказать дальнейшее развитие событий особого труда не составит.

Исходным пунктом станет, разумеется, рост государственных расходов и выход их за рамки бюджетных возможностей. Для "правительства народного доверия", каким, разумеется, провозгласят популисты, не будет понятия бюджетной

---

<sup>27</sup> По данным Госкомстата РФ, фодовый коэффициент по квантильным группам (соотношение доходов 20% наиболее и наименее обеспеченного населения) изменился с 3,3 в 1990 году до 8 в 1995 году, то есть более, чем вдвое. Для примера, в Мексике соответствующий коэффициент равняется 13,6, в Чили 17, а в Бразилии 31,2. (См.: *Отчет по человеческому развитию: 1994* / Программа Развития ООН. New York, Oxford: UN, 1994).

ответственности, поскольку все траты легко можно будет объяснить "потребностями человека труда" или "стратегическими интересами возрождения великой державы". Поскольку в стране имеется в настоящее время некоторый запас иностранной валюты и золота, экспансию бюджетных расходов на протяжении нескольких месяцев удастся осуществлять без немедленного инфляционного скачка.

Больше того, госинвестиции и вероятное увеличение заработной платы могут даже вызвать некоторое оживление экономики, тем более, что проводимые мероприятия наложатся на общую конъюнктуру последнего времени: Россия 1996 года явно стоит на пороге экономического роста, и вопрос заключается в том, как сделать этот рост здоровым и устойчивым. Для роста нужен спрос. Его может дать популистская накачка экономики, хотя достигаемый таким путем рост оказывается краткосрочным, искусственным и вскоре оборачивается глубоким кризисом.

Возможно, популистское правительство попытается также и заморозить цены на ряд продуктов. Перейти к тотальному государственному контролю за ценами будет, конечно, невозможно. Но вполне естественным было бы ввести государственное регулирование цен в "политически враждебном" топливно-энергетическом комплексе? И, разумеется, на ряд потребительских товаров.

Наконец, несмотря на все заявления о поддержке отечественных товаропроизводителей, импорт потребительских товаров в Россию скорее всего возрастет. Ведь надо же будет поддерживать насыщенность внутреннего рынка хотя бы на уровне 1992-1994 годов. А учитывая размеры накопленных этим правительством золото-валютных резервов, подобная ситуация может продолжаться на протяжении примерно 8-12 месяцев.

Дальнейшее развитие событий также достаточно очевидно. Будет расти напряжение на валютном рынке - как результат постепенного исчерпания валютных резервов. Правительство встанет перед выбором: или девальвировать курс рубля (снизить по отношению к доллару), или ввести принудительный валютный курс.

Первый вариант делает неизбежным ускорение инфляции за чем следует дальнейшее расширение сферы применения государственных цен.

Второй вариант оборачивается перемещением валютных операций на черный рынок при одновременном свертывании предложения импортных товаров - поскольку никто из импортеров не станет обменивать валюту по принудительному курсу. Отсутствие конкуренции со стороны импорта немедленно проявится в резком

ускорении инфляции на потребительском рынке. И, как и в первом случае, правительство скорее всего не найдет лучших аргументов, чем замораживание цен.

Словом, по какому пути не пойдешь, неизбежен товарный дефицит.

Неизбежна и криминализация режима, где перераспределительные функции чиновников должны астрономически возрасти.

Все это будет, но не сразу. Экономике с резервом в 13 миллиардов долларов нельзя вернуть к всеобщим очередям за несколько дней. Для этого понадобится около года. Так что основные проблемы, о которых здесь идет речь, начнутся уже году в 1997.

После этого срочно потребуются "козлы отпущения" - кто-то же должен будет отвечать за то, что экономика вновь окажется в забытой уже ситуации осени 1991 года. Здесь исключительно полезным может оказаться советский опыт почти 70-летней давности. Действительно, во многом схожая ситуация сложилась в СССР вскоре после начала сталинской ускоренной индустриализации, когда буквально за считанные месяцы от недавнего нэповского благополучия не осталось и следа - вновь появились карточки, замаячил призрак голода. Именно тогда были организованы три первых крупных процесса против "врагов народа", которыми стали инженеры (процесс "Промпартии") и экономисты (процессы "Общесоюзного бюро меньшевиков" и "Трудовой крестьянской партии"). Первыми жертвами сталинского террора стали тогда лучшие отечественные экономисты, работавшие в Наркомфине, Госплане, Наркомземе - Н.Кондратьев, Л.Юровский, А.Чаянов, В.Базаров, В.Громан и многие другие. Как говорится, комментарии излишни. А аналогии очевидны.

Уже сейчас, наблюдая за политической жизнью страны, нетрудно увидеть подготовку будущих разборок. То вице-президент Российской академии наук (он же член ЦИК КПРФ) требует принять меры против экономистов, виновных в кризисном положении страны. То вдруг вполне уважаемый экономист объясняет рекомендации Международного валютного фонда "ритуальной мстью российскому рабочему классу за Октябрь и за десятилетия страха"<sup>28</sup>.

Впрочем, политика популизма не может лишь быть устойчивой, а потому продолжительной. Практически все страны, шедшие по этому пути, испытывали "волновой" тренд политического курса. Период популизма приводил к острому кризису и затем сменялся фазой резкого ужесточения экономической политики. А смена

---

<sup>28</sup> О.Пчелинцев. Шагреневая кожа ресурсов // *Независимая газета*. 1996. 22 февраля.

популистской модели происходила чаще всего в форме явного или скрытого государственного переворота.

При лучшем варианте развития событий дело ограничивается одним популистским циклом. Однако в большинстве случаев приходится пройти через череду взаимно сменяющих друг друга популистских и антипопулистских правительств. Причем каждая новая попытка стабилизировать ситуацию оказывается социально более болезненной, что еще более усиливает краткосрочную привлекательность популизма. Вырваться из этой ловушки бывает исключительно сложно. Подчас требуются многие годы и огромные жертвы.



## Раздел третий

### Варианты экономической политики России:

#### количественные оценки

##### 3.1 Авторегрессионная модель инфляции

Для анализа вариантного прогноза нам необходимо рассмотреть простую авторегрессионную модель инфляции, учитывающую инерционность цен. Инерционность инфляции в России особенно наглядно проявилась в 1995 году и объясняется двумя причинами: сохранявшимися до 3-го квартала 1995 года высокими инфляционными ожиданиями и недостаточной гибкостью цен. Модель связывает темп месячной инфляции с приростом цен в предыдущем месяце, с приростом денежной массы  $M_2$ , а также с прочими, то есть немонетарными факторами. На основе данной модели предлагаются ретроспективный и перспективный прогнозы помесечной инфляции.

В общем виде авторегрессионная зависимость выглядит следующим образом:

$$p_t = a_1 p_{t-1} + a_2 m_{t-1,t-6} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

где  $p_t$  - индекс роста потребительских цен в течение месяца  $t$ ,  $m_{t-1,t-6}$  - среднее геометрическое месячных темпов прироста денежной массы  $M_2$  за предыдущие 6 месяцев,  $\varepsilon_t$  - прочие (немонетарные) факторы инфляции,  $a_1$ ,  $a_2$  - коэффициенты регрессии.

Уравнение регрессии (1) не включает свободный член (как показала оценка, он статически незначим). Это однако согласуется с некоторыми теоретическими моделями инфляции с недостаточно негибкими ценами. Они описывают в явном виде процесс установления фирмами цен в условиях монополистической конкуренции производителей, не обладающих полной информацией о денежной политике государства<sup>29</sup>. В основе этого направления лежит хорошо известная модель несовершенной конкуренции, предложенная Дикситом и Стиглицем<sup>30</sup>. Другой подход к объяснению инерционности цен основан на учете двусторонних трудовых

<sup>29</sup> Fischer S., Blanshard O. *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, 1990, pp. 388-401.

<sup>30</sup> Dixit A. and Stiglitz J. "Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity", *American Economic Review*, Vol. 67, No. 3 (June), pp 297-308, 1977.

контрактов, заключаемых на фиксированный срок, и учитывающих инфляцию<sup>31</sup>. Теоретический, уровень цен выражается (в логарифмической шкале) как выпуклая линейная комбинация уровня цен, установленных в предыдущем периоде и денежной массы в текущем периоде.<sup>32</sup> Принимая в расчет запаздывания в воздействии денежной массы на агрегированный спрос, а также влияние немонетарных факторов, мы получаем темповую регрессионную зависимость (1).

Оценка авторегрессии дает следующие результаты:

$$p_t = 0,68p_{t-1} + 0,36m_{t-1,t-6} + \varepsilon_t, \quad (2)$$

Значения t-статистики для оцененных параметров: 8,4 для параметра при  $p_{t-1}$  и 3,9 для параметра при  $m_{t-1,t-6}$ . Таким образом, полученные оценки являются статистически значимыми. Множественный коэффициент детерминации  $R^2$  равен 0,85. Следовательно, вклад немонетарных факторов в дисперсию роста цен составляет 15%.

Заметим, что сумма коэффициентов линейной комбинации в (2) близка к 1. Это свойство наблюдается и для всех других спецификаций модели с более сложной лаговой структурой. Данный факт, с одной стороны, отвечает теоретической зависимости, о которой говорилось выше, а с другой стороны, отражает свойство нейтральности денег в долгосрочном периоде.

Как показывают полученные оценки, инерционность цен является весомым фактором, определяющим динамику месячной инфляции. Изменение темпа инфляции на 1 процентный пункт в текущем месяце обуславливает, при равенстве прочих условий, изменение этого темпа в следующем месяце в среднем на 0,68 процентных пункта. Прогноз изменения цен в 1995-1996 годах на основе авторегрессионной модели показан графически (см. рисунок 10).

На этом рисунке представлен краткосрочный прогноз инфляции на месяц вперед, основывающийся на фактических данных об инфляции в текущем месяце и динамике денежной массы. Начиная с января 1996 года, использованы прогнозные данные о динамике денежной массы и построенные на их базе с помощью модели помесечные индексы инфляции. С целью иллюстрации прогностических свойств модели на рисунке 11 представлен долгосрочный ретроспективный прогноз инфляции. Здесь не используется фактическая динамика цен, а рассчитываемые итеративно для

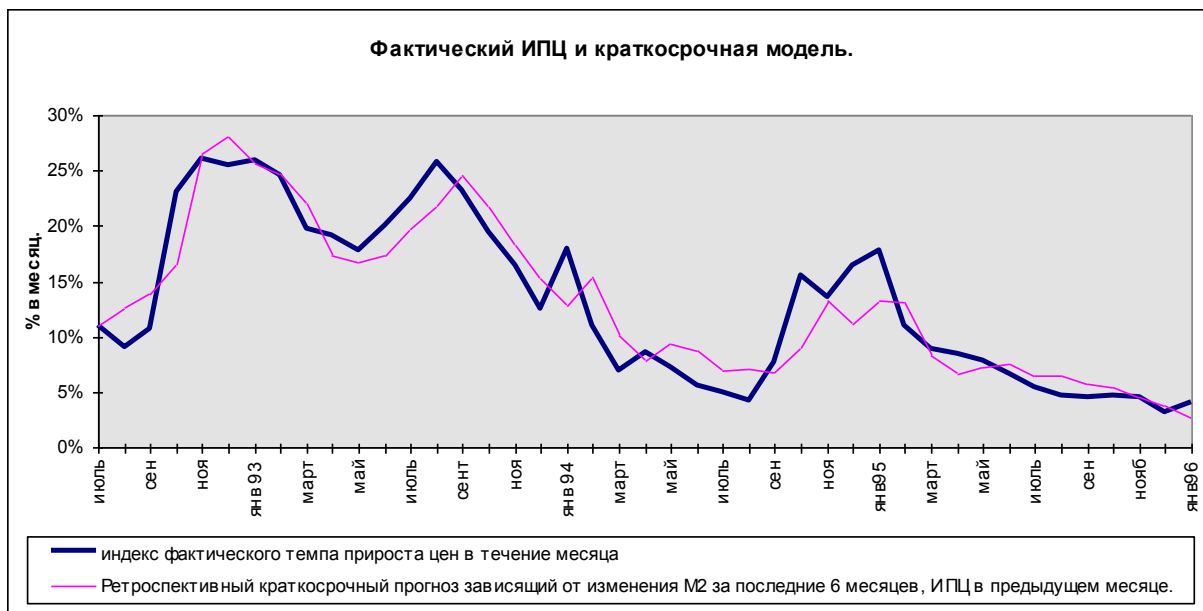
---

<sup>31</sup> Taylor J. "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *Journal of Political Economy*, Vol. 80, No. 1 (Jan), pp 1- 24, 1980; Fuhrer J. and Moore J. "Inflation Persistence", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 1 (Feb), pp 127-159, 1995.

<sup>32</sup> Fischer S., Blanshard O. *Lectures on Macroeconomics*, p. 392

периода с июля 1992 года по декабрь 1996 года темпы инфляции основаны только на основе информации о динамике денежной массы (как и в предыдущем случае, здесь темпы роста денежной массы в 1996 году соответствуют Заявлению Правительства и ЦБ РФ о среднесрочной стратегии и экономической политике на 1996 год).

**Рисунок 10**



**Рисунок 11**



Таким образом, в модели имитируется динамика инфляции (при заданном начальном значении роста цен на 1 июля 1992 года) путем использования лишь данных

о предложении денег. Из рисунка 10 видно, что модель хорошо улавливает тренд инфляции, а отклонения прогнозных цифр от фактических объясняется неучитываемыми в модели изменениями реального спроса на деньги.

Как видно из рисунка 11, модель не улавливает изменений доли денег в ВВП, связанных с динамикой реального спроса на деньги, который определяется ожиданиями экономических агентов, колебаниями объема реального продукта и т.д. (т.е. факторами, лежащими на стороне спроса на деньги). Напротив, изменения доли денег в ВВП, вызванные фактической динамикой предложения денежной массы, достаточно хорошо отражены траекторией ретроспективного прогноза на рисунке 11.

### *3.2 Вариантные прогнозы*

Очевидно, что экономические прогнозы на 1996 год можно делать лишь задавшись некоторым набором политических сценариев. Тот или другой результат выборов Президента полностью определит характер экономической политики в будущем.

Мы рассмотрели (рис. 10, 11) благоприятный вариант развития, при котором соотношение сил после летних выборов Президента не изменится слишком сильно в пользу коммунистов, аграриев и национал-патриотов. В этом случае Правительство, вероятно, будет продолжать политику финансовой стабилизации, а произошедшее ухудшение состава Думы вряд ли сможет сильно повлиять на экономическую политику в 1996 году.

В приводимой ниже оценке бюджета на 1996 год (сценарий 1) мы исходим из продолжения Правительством жесткой финансовой политики. Использованный для этой оценки прогноз инфляции выполнен на основе описанной выше авторегрессионной модели.

При осуществлении прогноза мы исходили из предполагаемого показателя роста денежной массы 2,9-3,3% в месяц или 43% годовых с учетом фактического снижения  $M_2$  в январе и запланированного роста денежной массы  $M_2$  в феврале на 5% и марте - на 4,1% (см. Основные направления денежно-кредитной политики на 1996 год и Заявление Правительства и Центробанка РФ о среднесрочной стратегии и экономической политике на 1996 год). Эти показатели уже значительно отличаются от

тех, на которых основывались бюджетные расчеты (25% прироста  $M_2$  за 1996 год, 1,9% среднемесячной инфляции).

Если после президентских выборов будет подтверждена приверженность последовательному курсу экономических реформ и политике финансовой стабилизации, то исходя из опыта 1994 - 1995 годов (эластичность роста спроса на реальные кассовые остатки по инфляции составляла около - 0,25). можно прогнозировать по крайней мере 5%-ый рост спроса на деньги во втором полугодии 1996 года.

Таким образом, предположив в 1996 году 43%-ый рост  $M_2$  и 5%-ый рост спроса на деньги, в результате расчетов мы получили, что уровень инфляции составит в 1996 году около 40%, или 2,8% в среднем в месяц. Исходя из этого уровня инфляции и заложенной в бюджетных расчетах предпосылки прекращения спада реального ВВП, наша оценка ВВП на 1996 году составляет 2800 трлн. рублей, что на 500 трлн. руб. больше учтенной в законе о бюджете.

По нашим оценкам, реалистичной оценкой налоговых доходов на 1996 год является величина, равная примерно 11,2% ВВП. Это означает возможность выполнения бюджета по налоговым доходам в размере около 310 трлн. руб., доходов целевых бюджетных фондов - 30 трлн. руб. и неналоговых доходов - в размере предусмотренным законом - 40 трлн. руб. Таким образом, даже с учетом более высокой инфляции, чем заложено в проекте бюджета его доходы могут составить около 380 трлн. руб., т.е. на 30 трлн. руб. (1,1% ВВП) больше, чем предполагает закон в абсолютных цифрах.

Однако отмеченный выше уровень инфляции определяет необходимость индексации в течение года, по крайней мере, таких государственных расходов, как заработная плата работников бюджетных отраслей, стипендии, дотации Пенсионному фонду и т.п. Кроме того, нельзя забывать, что проводимые в начале лета 1996 года президентские выборы неизбежно вызовут принятие ряда популистских решений. Соответствующее увеличение расходов бюджета, по-видимому, будет больше превышения прогнозируемых доходов бюджета над зафиксированным в законе значением.

Сказанное подтверждается целым рядом принятых в январе - феврале крупных расходных решений, не учтенных в бюджете на 1996 год. Речь идет о мерах по восстановлению Чечни (16 трлн. руб.), о Законе О повышении минимального размера

пенсии, порядке индексации и перерасчета государственных пенсий, принятым 7 февраля (15,8 трлн. руб.), о законе О повышении минимального размера оплаты труда, принятым 7 февраля (11,5 трлн. руб., в т.ч. из федерального бюджета - 4,2 трлн. руб.). Было объявлено о выделении дополнительных ассигнований на оборону, на угольную промышленность, о погашении задолженности бюджета по заработной плате. По приблизительным оценкам осуществление этих мероприятий требует 35 - 40 трлн. руб. дополнительных ресурсов, не учтенных в федеральном бюджете на 1996 год.

Подобная эскалация расходных решений неизбежно создаст в 1996 году определенные трудности с исполнением расходов бюджета, аналогичные 1995 году, когда большие, чем предусмотрено, доходы были, тем не менее, недостаточными для финансирования возрастающих расходов бюджета.

Бюджетная ситуация в 1996 году может достаточно сильно измениться в случае, если Правительство проявит необходимую политическую волю в разработке и проведении уже намеченных мероприятий по увеличению уровня собираемости налогов. Если Минфину и Госналогслужбе России удастся усилить контрольную работу, резко сократить масштабы совершения операций с помощью неучтенных наличных денег, то уже в 1996 году можно предположить значительный рост налоговых поступлений. (В приведенных выше оценках учтено увеличение налоговых поступлений на 0,2% - 0,3% ВВП.)

Следует еще раз подчеркнуть, что описанный сценарий развития событий в бюджетной сфере исходит из предпосылки сохранения в 1996 году жесткой бюджетной и денежной политики.

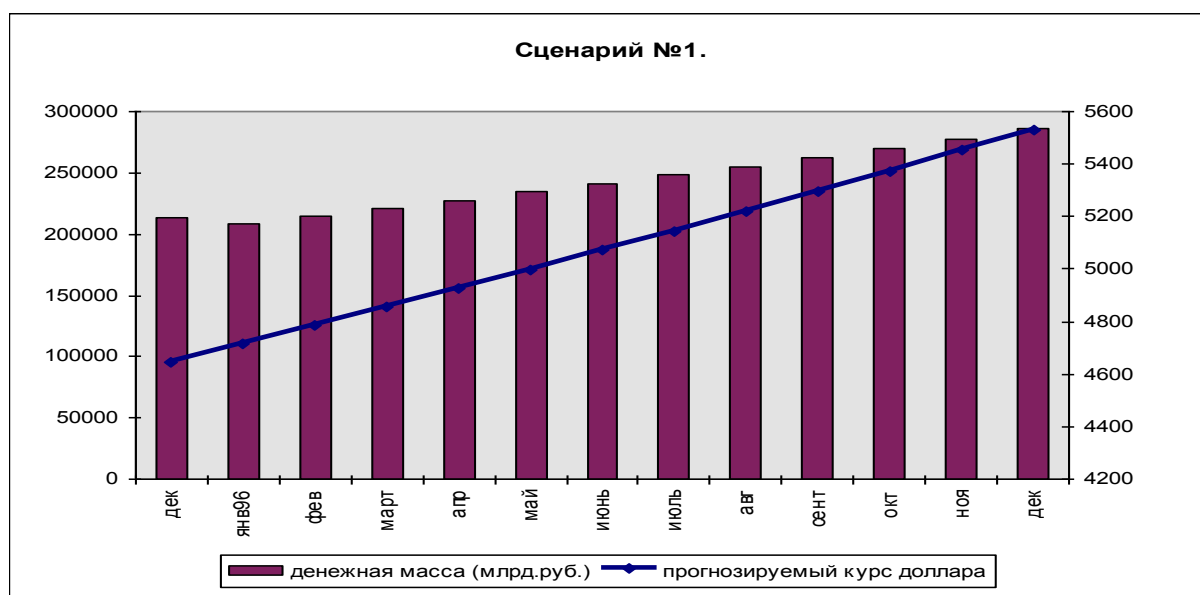
Ниже мы рассмотрим два других возможных сценария развития ситуации в бюджетной и денежной сфере. Для этого мы использовали следующую модификацию представленной выше модели инфляции, дополнительно учитывающей влияние обменного курса доллара как индикатора инфляционных ожиданий:

$$p_t = 0,61p_{t-1} + 0,33m_{t-6,t-1} + 0,25d_{t,t-5} + \varepsilon_t, \quad (3)$$

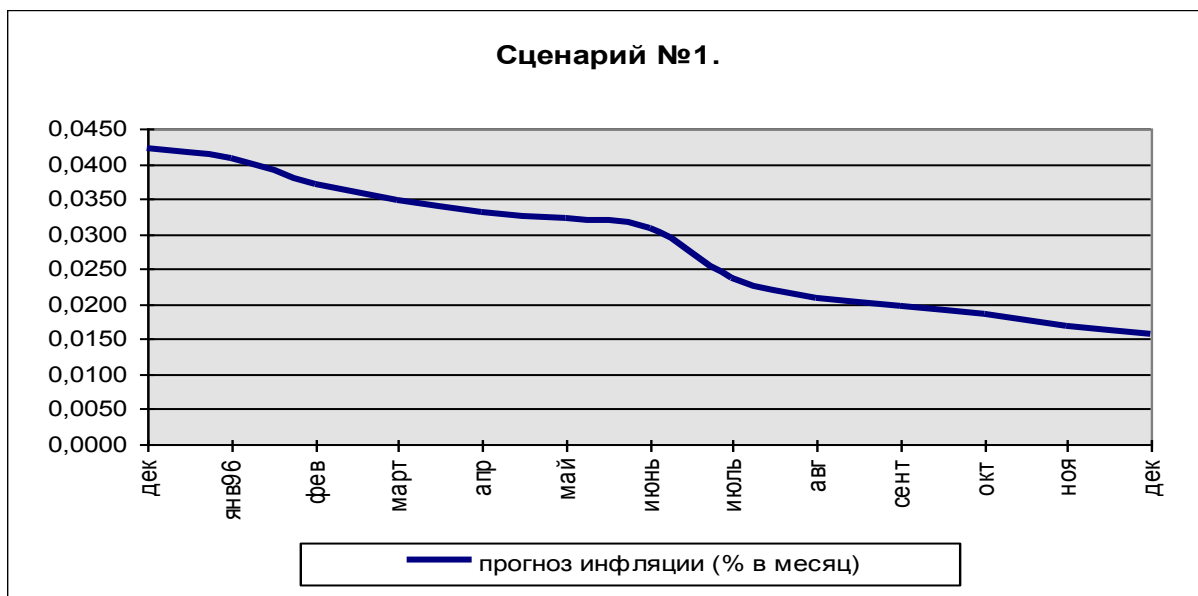
где  $p_t$  - инфляция в месяце  $t$ ,  $m_{t-1,t-6}$  - средний темп прироста денежной массы за предыдущие полгода,  $d_{t,t-5}$  - темп изменения доллара за последние пять месяцев,  $\varepsilon_t$  - случайная переменная, отражающая воздействие инфляционных ожиданий и немонетарных факторов. Коэффициент множественной регрессии  $R^2 = 0,893$ , значения  $t$ -статистики равны 8,29 для параметра при  $p_{t-1}$ , 2,66 для параметра при  $m_{t-6,t-1}$  и 3,38 для параметра при  $d_{t,t-5}$ .

Переход к данной модели обусловлен качественным изменением денежной политики в 1996 году согласно рассматриваемым сценариям, что делает, вообще говоря, некорректным экзогенное задание динамики спроса на деньги. Заметим, что расчеты для базового сценария, в котором предполагается продолжение стабилизационной политики, показывают что обе модификации модели дают примерно одинаковые результаты. Если аналогично описанному выше сценарию предположить темпы роста денежной массы 2,9% - 3,3% в месяц, прекращение спада реального ВВП (номинальный ВВП - 2300 трлн.руб.), рост курса доллара примерно на 17% за 1996 год, то официальные прогнозы инфляции, как отмечалось, составляют около 1,9%. Утвержденный закон о бюджете исходит примерно из этих параметров денежной политики, кроме того, они согласованы с МВФ при выделении России кредита EFF в объеме 10,2 млрд. долл. сроком на три года (4 млрд. долл. - в 1996 году).

**Рисунок 12**



**Рисунок 13**



Однако наши расчеты показывают, что при таких исходных данных среднемесячные темпы прироста цен будут выше, чем 1,9%, и составят около 3% в месяц, т.е. 40% - 43% в целом за год (см. рис. 12, 13 и приложение), что практически соответствует результатам, описанным выше (рис.10).

Достаточно высокий уровень инфляции, соответствующий реализуемой нынешним правительством стратегии, является в некотором смысле предельным с точки зрения успешного завершения финансовой стабилизации в 1996 - 1997 годах. Его превышение будет противоречить задаче создания в России условий для будущего экономического роста.

Реалистичность этого варианта экономической политики в определенной степени зависит от взаимовлияния денежной и курсовой политики и ответной реакции экономических агентов. Опыт финансовой стабилизации 1995 год показал, насколько затруднен контроль за денежной массой в условиях сильно долларизированной экономики с высокой степенью мобильности капитальных потоков. Центробанк мог удержать рост денежной массы весной - летом 1995 года, только допустив более сильный рост реального курса рубля.

Фактическое увеличение реального курса рубля в 1995 году на 76,5% (для сравнения в 1994 году реальный курс рубля вырос только на 14%, а в первом квартале 1995 году - лишь на 4,4%) означает значительное удорожание отечественного производства в реальном выражении. Введя валютный коридор, Центробанк РФ предотвратил еще большее увеличение реального курса рубля, несколько облегчив положение реального сектора. Однако эта целесообразная с макроэкономической точки



зрения мера отразилась на состоянии банковского сектора. Начавшийся в августе банковский кризис укладывается в логику финансовой стабилизации. Пострадали в первую очередь те банки, которые недоучли эффект проводимой с начала года политики, и не снизили размеры валютных позиций. Сыграла роль недооценка кредитных и процентных рисков, неумение согласовывать временную структуру активов и пассивов, большие административные расходы и т.д. Жесткая денежная политика должна оздоровить финансовую систему России и изменить стиль менеджмента в банковском секторе.

Если предположить, что в 1996 году будет продолжаться тенденция роста реального курса рубля, то можно предвидеть определенное ухудшение положения экспортного сектора экономики. В то же время политика валютного коридора или фиксация валютного курса стимулируют дальнейшую дедолларизацию экономики. Дедолларизация усиливается и существующими высокими реальными процентными ставками по государственным ценным бумагам, снижение которых представляет собой весьма трудную задачу.

Растягивание во времени процесса роста реального курса рубля (сближение внутренних цен с мировыми) позволяет сделать этот процесс менее болезненным для экономики. Если исходить из необходимости обеспечения более устойчивой динамики реального курса рубля, то возможно несколько направлений экономической политики: во-первых, наращивание валютных резервов с целью повышения спроса на иностранную валюту и определенной девальвации рубля. Однако трудно предсказать, какой инфляционный эффект вызовет увеличение денежной базы за счет нарушения резервов, а также рост стоимости импорта. В результате такого эффекта выигрыш в деле замедления реального роста рубля может оказаться значительно меньше предлагаемого.

Второе направление представляет собой меры по снижению инфляции, позволяющие при фиксированном курсе рубля замедлить процесс его реального роста. Этот путь предполагает не только контроль за чистыми внутренними активами, но и контроль за увеличением внешних резервов. В частности, правительству следует снизить ставки по ГКО и другим ценным бумагам с тем, чтобы замедлить процесс дедолларизации и снизить предложение иностранной валюты.

Для стабилизации реального курса рубля Центробанку необходимо будет сглаживать изменения спроса на рублевые активы, используя ту или иную форму

контроля за ставками денежного рынка. Допуская в какие-то моменты рост внутренних активов, ЦБ сможет эффективно удерживать спекулятивный натиск против доллара, не допуская значительного роста внешних резервов (Как показал опыт финансовой стабилизации 1995 года, рост внешних резервов может быть весьма ощутим в условиях сверхжестких самоограничений на динамику ЧВА). При реализации конкретного варианта денежной политики будет возможен выбор оптимальной комбинации мер по контролю за денежной массой и управлению процентными ставками.

Исходя из достаточно высокой инфляции конца 1995 года - начала 1996 года, нам представляется, что к июлю месяцу Центральному Банку РФ следует попытаться вывести курс доллара на верхнее значение установленного коридора. Во втором полугодии 1996 года более рациональной политикой была бы либо фиксация курса (с одновременной 5% - 10% - ой девальвацией рубля), либо установление “ползущего” (наклонного) валютного коридора, обеспечивающего снижение стимулов быстрой дедолларизации, что в настоящее время обсуждается руководством Центробанка. В то же время такая политика, сопряженная с ростом внешних резервов требует ужесточения контроля за чистыми внутренними активами денежных властей.

Поскольку проведение в нынешнем году президентских выборов разбивает его на две части, следует отдельно остановиться на ближайших месяцах, являющихся наиболее неопределенными в макроэкономическом плане в виду больших политических рисков.

Можно выделить ряд моментов, характерных для развития ситуации на финансовых рынках в первом полугодии 1996 года. Во-первых, привлечение государством средств в размере, необходимом для финансирования дефицита бюджета за счет ГКО-ОФЗ, представляется достаточно сложным, т.к. тенденция падения спроса на “длинную” часть: ОФЗ и 6-ти месячные ГКО явно проявилась вследствие высокой политической неопределенности. Цена обслуживания этой части бумаг с подскочившим уровнем доходности ставит вопрос о целесообразности размещений Минфином “длинных” бумаг перед выборами. В такой ситуации Министерству финансов РФ необходимо найти приемлемый компромисс между задачей снижения расходов по обслуживанию государственных ценных бумаг и обеспечением привлекательности и стабильности рынка.

Во-вторых, достаточно логично предположить, что в апреле - мае будет с той или иной интенсивностью происходить процесс редолларизации экономики, обратный

событиям весны - лета 1995 года. Экономические агенты в ожидании девальвации после президентских выборов будут переводить свои активы из рублевой в валютную форму. Речь, в первую очередь, идет о наиболее ликвидных активах, которыми являются депозиты и ГКО. Размер валютных запасов ЦБ РФ представляется достаточным для защиты от возможных атак на рубль перед президентскими выборами. У российских банков очевидно нет достаточного потенциала для того, чтобы раскачать валютный рынок и вызвать резкое падение рубля.

Однако на рынке ГКО при массовой продаже бумаг в мае - июне могут возникнуть серьезные проблемы. Ожидание июньских выборов разделит всех участников финансовых рынков на склонных и не склонных к риску. К первым можно отнести тех, кто считает, что при вложениях в рублевые активы курсовой риск невелик и, кроме того, что погашения и купонные выплаты по государственным бумагам скорее всего состоятся в надлежащем объеме при любом развитии событий. Вторые с большой вероятностью ожидают после выборов значительных изменений в курсовой политике, принимая в расчет возможность резкой девальвации рубля. Они всерьез оценивают последствия изменений в процедуре погашения государственных ценных бумаг, а также частичного их обесценения из-за возврата к инфляционной политике. Тактика осторожных инвесторов будет состоять в постепенном избавлении от государственных бумаг и конвертации полученных рублевых средств в валюту. Участники рынка, уверенные в стабильности денежной и курсовой политики будут скупать бумаги по низкой цене и получать свою премию за риск в виде высокой доходности.

Политика ЦБ РФ будет определяться стремлением к достижению различных целей. С одной стороны, обеспечение стабильности рынка государственных ценных бумаг и поддержание их доходности на уровне, приемлемом для Министерства финансов потребует увеличения закупок ГКО-ОФЗ на открытом рынке. С другой стороны, установленные параметры денежной программы накладывают ограничения на размеры таких операций. Поскольку в мае - июне рынок, по-видимому, будет характеризоваться высокой эластичностью предложения по цене, Центробанку не следует заранее покупать дорогие облигации в целях поддержания котировок, опережая их сброс рынком. Но в случае возникновения массового ухода инвесторов с рынка ГКО-ОФЗ и обвала цен, необходимо будет поддерживать рынок интенсивными закупками. В этом случае Центробанк минимизирует объемы денежной эмиссии, хотя

Минфину придется временно пойти на размещение новых выпусков под высокий процент.

Представленный выше прогноз инфляции на 1996 год основан на предположении, что не произойдет сколько-нибудь серьезных изменений в структурах исполнительной власти (новый Президент сохранит курс на продолжение реформ и финансовую стабилизацию), то есть при реализации экономико-политической концепции, которая рассматривалась в разделе 2 настоящей статьи. Теперь попробуем спрогнозировать динамику инфляции в случае более или менее серьезных политических сдвигов.

Уже само по себе укрепление позиций левых и националистических партий в результате выборов в Государственную Думу в декабре 1995 года может оказать существенное негативное влияние на экономическую политику 1996 года. И это при том, что конституционные возможности влияния законодательной власти на исполнительную являются крайне ограниченными. А вот итоги президентских выборов июня 1996 года будут иметь решающее значение на перспективы экономической политики России в течение достаточно продолжительного периода времени.

В условиях умеренно негативного политического сценария (произошедшее ухудшение состава Думы при сохранении достаточно осторожной исполнительной власти) мы исходим из того, что правительство будет стремиться к выполнению ориентиров, заложенных в законе о государственном бюджете на 1996 год и Основных направлениях денежной политики на 1996 год. Однако в рамках рассматриваемого нами политического сценария возможно такое развитие событий, которое приведет к корректировке жесткого бюджета на 1996 год.

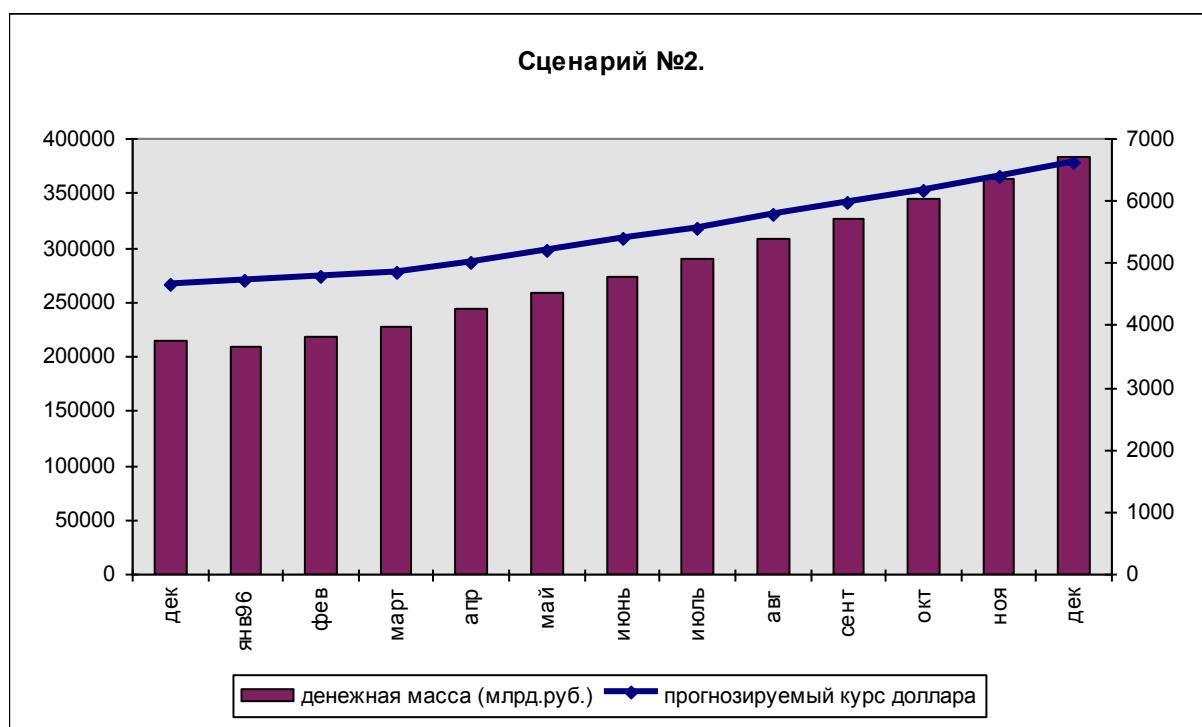
Это может произойти, например предположении осуществления части предвыборных обещаний Президента Б. Ельцина и социально-ориентированных популистских инициатив Государственной Думы. Реализация принятых расходных решений требует дополнительных затрат, не учтенных в бюджете, в размере около 40 трлн. руб. в расчете на год. Это означает рост бюджетного дефицита с 3,9% ВВП до 5,4% ВВП (на 1,5% ВВП).

Таким образом, в рамках рассматриваемого сценария мы предполагаем, что победу на президентских выборах одержит достаточно ответственный политик, в целом склонный продолжать курс на углубление реформ.

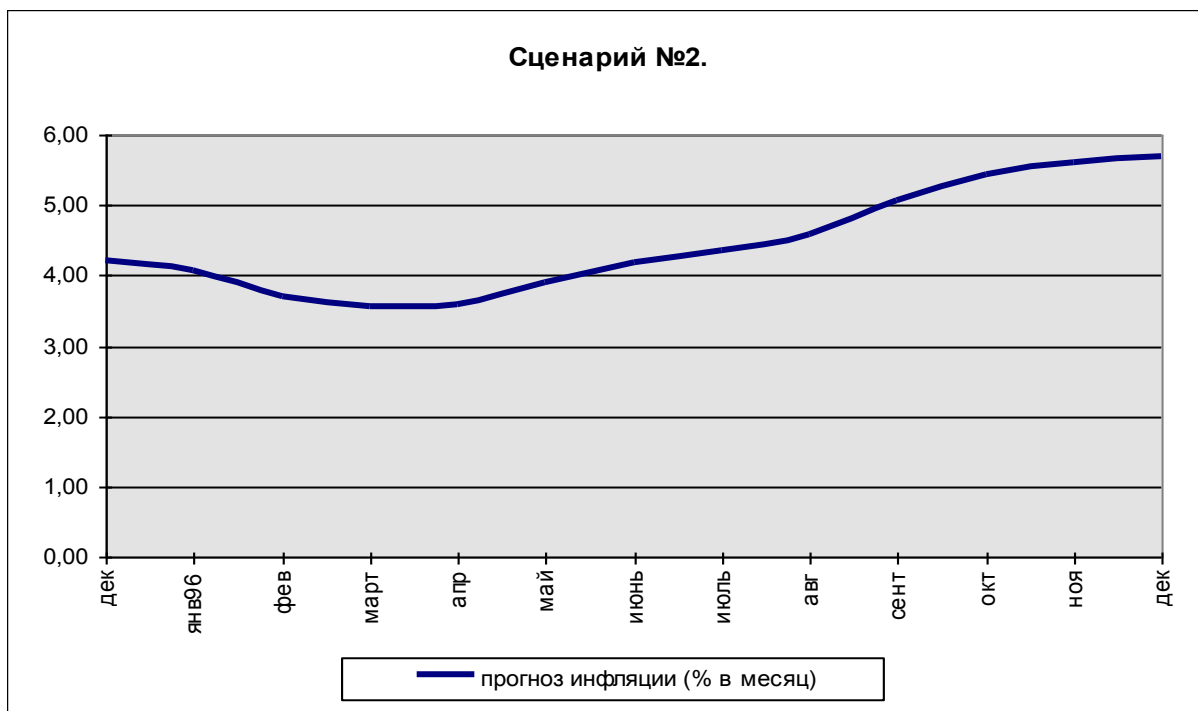
Незначительный, на первый взгляд прирост расходов бюджета на самом деле означает серьезное изменение макроэкономической политики. Дело в том, что дополнительный объем внутренних заимствований на уровне 1,5% ВВП (40 - 45 трлн.руб. при ВВП согласно бюджетным проектировкам 2800 трлн.руб.), по нашему мнению, не может быть обеспечен при существующем рынке государственных ценных бумаг. В случае подобного смягчения бюджетной политики станет необходимым не предусмотренная денежной программой дополнительная эмиссия ЦБ РФ, например, в виде покупки государственных обязательств на открытом рынке.

Исходя из этого прирост денежной массы составит в 1996 году не 40% (2,9% в месяц), а около 80%, т.е. около 5% в месяц, ускорение темпов роста курса, по нашему предположению, составит около 40% за год. В результате инфляция составит в следующем году, по нашем прогнозу, немного больше 4,5% в месяц или около 70% за весь год (см. рис. 14,15 и приложение).

**Рисунок 14**



**Рисунок 15**



Такой вариант экономической политики на практике будет означать неизбежность и целесообразность систематической индексации доходов и других номинальных параметров согласно росту цен, что означает переход к режиму перманентной инфляции с годовым темпом 80-100%.

Эта возможность предусматривалась Р. Дорнбушем еще в 1994 году.<sup>33</sup> Теоретическим обоснованием высокой вероятности перехода к перманентной инфляции служит тезис о ригидности (инфляционности) цен и ценовой политики предприятий в краткосрочном периоде. Именно этот фактор, который ярко проявился в 1995 году, препятствует эффективности монетаристских стабилизационных мер, которые дают в краткосрочной перспективе низкую отдачу. В результате для осуществления стабилизации необходима сильная политическая воля. В противном случае произойдет переход к режиму перманентной инфляции с систематической индексацией доходов.

Следует отметить, что рассматривая данный вариант умеренно популистской политики мы абстрагировались по крайней мере от двух серьезных обстоятельств. Во-первых, вряд ли в описанных макроэкономических условиях прекратится спад реального ВВП, во-вторых, можно ожидать сокращения возможностей осуществления как внутренних, так и внешних заимствований. Нарушение согласованных с МВФ

<sup>33</sup> Дорнбуш Р. Я инвестировал в Россию, чтобы иметь кусок ее будущего успеха. *Коммерсантъ*, No 48, 20 декабря 1994.

параметров денежной политики приведет к приостановке выделения кредита EFF, а также усложнению взаимоотношений с кредиторами России.

В качестве третьего сценария развития политических событий предположим, что до выборов президента нынешняя оппозиция не сможет добиться реализации решений, полностью разрушающих наметившуюся стабилизацию. Иными словами будет реализовываться утвержденный бюджет на 1996 год и выполняться денежная программа, согласованная с МВФ. Однако после выборов, согласно этому сценарию, ситуация претерпит дальнейшие изменения в худшую сторону: новый президент прокоммунистического и (или) национал-патриотического толка сменит правительство, а поддерживающая Президента Дума начнет принимать законы, в корне изменяющие экономическую политику. Для того чтобы иллюстрировать возможные последствия такой смены экономического курса предположим реализацию лишь некоторых (причем в минимальном варианте) решений, содержащихся в предвыборной риторике коммунистических и национал-патриотических лидеров.

Наиболее вероятно, что в числе первоочередных мер в области ценовой политики станет замораживание цен на основные продукты питания. Мы предположили, что фиксированные цены будут установлены примерно на одну треть товаров розничного товарооборота. Тогда при среднемесячной инфляции, которая в соответствии с прогнозом, основанным на этих и следующих предположениях, достигнет 10% - 11% в месяц во втором полугодии 1996 года, объем необходимых субсидий для поддержания неизменного уровня цен составит около 35 трлн.руб.

Вторым решением в области регулирования цен станет, по-видимому, фиксация цен на продукцию базовых отраслей - топливной промышленности и энергетики. Таким способом коммунисты будут бороться с т.н. инфляцией издержек. Объем бюджетных субсидий, необходимых для этого, составит около 30 трлн.руб.

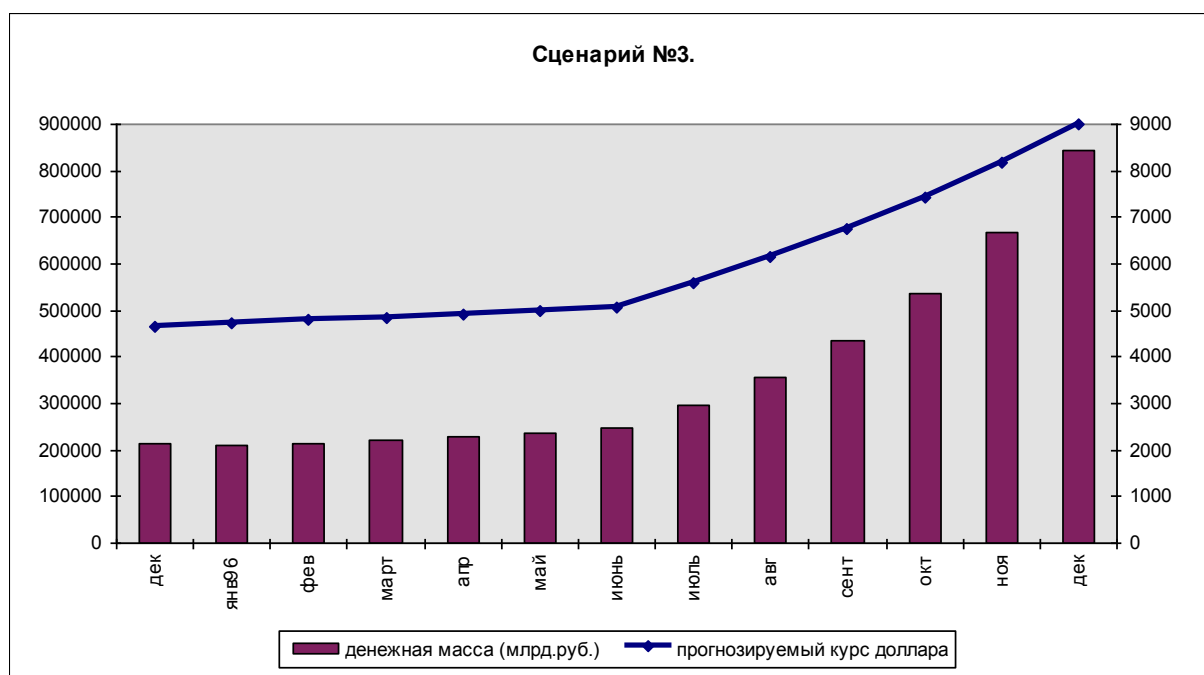
В области валютной политики наиболее вероятно введение множественности курсов обмена с их фиксацией. Такое решение неизбежно приведет к необходимости субсидирования курса для экспортеров. При условии поддержания реального курса, применяемого к экспорту, на неизменном уровне, сохраняющем доходы предприятий экспортеров на уровне лета 1996 года, потребуются субсидии в объеме 25 трлн.руб. Субсидирование импортного продовольствия и оборудования для сохранения на них стабильных внутренних цен потребует 20 трлн.руб.

Кроме этих мер нам следует предположить рост оборонных расходов как минимум на 1,5% ВВП, рост расходов на народное хозяйство (в основном на инвестиции, субсидии убыточным предприятиям и сельское хозяйство) - 2% ВВП. Эскалация расходных решений, разумеется, не может ограничиться федеральным уровнем, поэтому следует предположить также рост расходов на помощь региональным бюджетам - 1% ВВП. В результате мы получаем дефицит федерального бюджета около 12% ВВП.

Вряд ли в рамках новой экономической политики возможно сохранение в качестве источников для финансирования дефицита во втором полугодии внешних и внутренних заимствований в предусмотренных объемах за исключением кредитов Центрального Банка. Поэтому монетизируемая часть дефицита за второе полугодие 1996 года составит около 300 трлн.руб. или около 9%-10% годового ВВП (оценка ВВП составляет - 3200 трлн.руб.). Это означает рост денежной массы М2 во втором полугодии на 250% (среднемесячные темпы - 23%). В целом за год денежная масса увеличится на 320% (среднемесячные темпы - 13%). Темпы роста курса доллара мы предположили равными 90% в целом за год (см. рис. 16,17 и приложение).

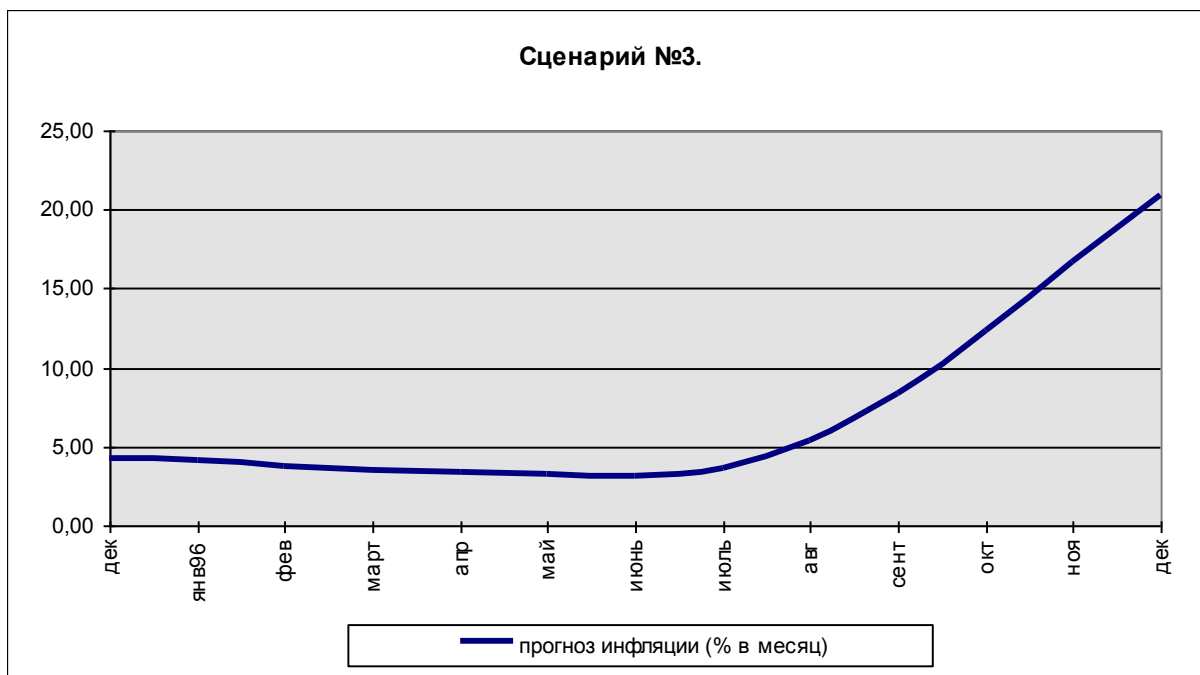
В этих условиях инфляция согласно расчетам на описанной выше модели составит за второе полугодие около 85%, что в среднем составляет 10,8% с разгоном от 3,6% в июле до 21% в декабре. В целом за год инфляция составит около 130%. При этом мы предполагаем достаточно резкое снижение спроса на деньги, начинающееся в июле, нарастающее летом - осенью 1996 года.

**Рисунок 16**



**Рисунок 17**





В целом за июль - декабрь 1996 года спрос на реальные деньги снизится, по нашим оценкам, примерно на 10%-12%. Тогда с учетом инерционности цен основная инфляционная вспышка отодвинется на 1997 год. Таким образом, новая власть будет какое-то время пожинать плоды стабилизационной политики 1995-96 годах, увеличивая расходы бюджета при относительно низкой инфляции.

## Приложение

### Сценарий 1

|           | Обменный курс на конец месяца (руб/\$).* | M <sub>2</sub> (млрд.руб)* | индекс фактического темпа прироста цен в течение месяца | среднее геометрическое месячных темпов прироста M <sub>2</sub> за предыдущие шесть месяцев | прогноз по сценарию 1 |
|-----------|--|----------------------------|---|--|-----------------------|
| январь 92 | 230                                      | 1054                       | 2,450   |  |                       |
| февраль   | 139                                      | 1204                       | 0,380   |  |                       |
| март      | 160                                      | 1369                       | 0,300   |  |                       |
| апрель    | 144                                      | 1506                       | 0,220   |  |                       |
| май       | 128                                      | 1641                       | 0,120   |  |                       |
| июнь      | 113                                      | 2093                       | 0,186   |  |                       |
| июль      | 144                                      | 2668                       | 0,110   |  |                       |
| август    | 205                                      | 3422                       | 0,090   | 0,142  | 0,113                 |
| сентябрь  | 254                                      | 4515                       | 0,107   | 0,190  | 0,145                 |
| октябрь   | 398                                      | 5722                       | 0,231   | 0,220  | 0,209                 |
| ноябрь    | 447                                      | 6038                       | 0,261   | 0,249  | 0,271                 |
| декабрь   | 415                                      | 6400                       | 0,255   | 0,243  | 0,285                 |
| январь 93 | 572                                      | 7187                       | 0,260   | 0,205  | 0,282                 |
| февраль   | 593                                      | 7782                       | 0,246   | 0,180  | 0,262                 |
| март      | 684                                      | 8913                       | 0,197   | 0,147  | 0,223                 |
| апрель    | 823                                      | 11063                      | 0,191   | 0,120  | 0,198                 |
| май       | 1024                                     | 13460                      | 0,179   | 0,116  | 0,201                 |
| июнь      | 1060                                     | 15765                      | 0,201   | 0,143  | 0,190                 |
| июль      | 987                                      | 18482                      | 0,224   | 0,162  | 0,181                 |
| август    | 992                                      | 21121                      | 0,258   | 0,170  | 0,170                 |

|           |      |        |       |       |       |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|
| сентябрь  | 1169 | 21771  | 0,232 | 0,181 | 0,164 |
| октябрь   | 1184 | 24554  | 0,195 | 0,160 | 0,143 |
| ноябрь    | 1231 | 26788  | 0,164 | 0,142 | 0,127 |
| декабрь   | 1241 | 32601  | 0,124 | 0,122 | 0,117 |
| январь 94 | 1548 | 33980  | 0,180 | 0,129 | 0,126 |
| февраль   | 1659 | 36439  | 0,110 | 0,107 | 0,121 |
| март      | 1753 | 39550  | 0,069 | 0,095 | 0,117 |
| апрель    | 1832 | 46401  | 0,086 | 0,105 | 0,117 |
| май       | 1916 | 52253  | 0,072 | 0,112 | 0,122 |
| июнь      | 1989 | 59414  | 0,055 | 0,118 | 0,114 |
| июль      | 2060 | 64363  | 0,050 | 0,105 | 0,105 |
| август    | 2197 | 70970  | 0,042 | 0,112 | 0,102 |
| сентябрь  | 2633 | 77063  | 0,076 | 0,118 | 0,109 |
| октябрь   | 3975 | 80359  | 0,156 | 0,118 | 0,137 |
| ноябрь    | 3234 | 84348  | 0,135 | 0,096 | 0,133 |
| декабрь   | 3550 | 97800  | 0,164 | 0,083 | 0,131 |
| январь 95 | 4048 | 93800  | 0,178 | 0,087 | 0,135 |
| февраль   | 4473 | 101900 | 0,110 | 0,065 | 0,127 |
| март      | 4899 | 107300 | 0,089 | 0,062 | 0,103 |
| апрель    | 5130 | 123200 | 0,085 | 0,057 | 0,102 |
| май       | 4990 | 138200 | 0,079 | 0,074 | 0,098 |
| июнь      | 4539 | 156600 | 0,067 | 0,086 | 0,085 |
| июль      | 4445 | 165000 | 0,054 | 0,082 | 0,069 |
| август    | 4447 | 173800 | 0,046 | 0,099 | 0,059 |
| сентябрь  | 4499 | 179700 | 0,045 | 0,093 | 0,050 |
| октябрь   | 4504 | 184200 | 0,047 | 0,090 | 0,045 |
| ноябрь    | 4581 | 195200 | 0,045 | 0,069 | 0,043 |
| декабрь   | 4645 | 213800 | 0,032 | 0,059 | 0,042 |
| январь 96 | 4734 | 208455 | 0,041 | 0,053 | 0,041 |
| февраль   | 4818 | 214709 | 0,030 | 0,040 | 0,037 |
| март      | 4855 | 221150 |       | 0,036 | 0,035 |
| апрель    | 4926 | 227563 |       | 0,035 | 0,033 |
| май       | 4998 | 234163 |       | 0,036 | 0,032 |
| июнь      | 5070 | 240953 |       | 0,031 | 0,030 |
| июль      | 5144 | 247941 |       | 0,020 | 0,027 |
| август    | 5220 | 255131 |       | 0,020 | 0,025 |
| сентябрь  | 5296 | 262530 |       | 0,029 | 0,026 |
| октябрь   | 5373 | 270143 |       | 0,029 | 0,026 |
| ноябрь    | 5452 | 277978 |       | 0,029 | 0,026 |
| декабрь   | 5531 | 286039 |       | 0,029 | 0,027 |

\* данные о M<sub>2</sub> и инфляции до января 1996 года и о курсе доллара до февраля фактические

## Сценарий 2

|       | Обменный курс на конец месяца (руб/\$).* | M2 (млрд.руб)* | индекс фактического темпа прироста цен в течение месяца | среднее геометрическое месячных темпов прироста M2 за предыдущие шесть месяцев | прогноз по сценарию 2 на 1996 год. |
|-------|--|----------------|---|--|------------------------------------|
| янв96 | 4734                                     | 208455         | 0,041   | 0,053  | 0,041                              |
| фев   | 4818                                     | 218878         | 0,030   | 0,040  | 0,037                              |
| март  | 4855                                     | 227852         |   | 0,039  | 0,035                              |
| апр   | 5025                                     | 243801         |   | 0,040  | 0,036                              |
| май   | 5200                                     | 258429         |   | 0,048  | 0,039                              |
| июнь  | 5383                                     | 273935         |   | 0,048  | 0,042                              |

|      |      |        |  |       |       |
|------|------|--------|--|-------|-------|
| июль | 5571 | 289002 |  | 0,042 | 0,043 |
| авг  | 5766 | 307787 |  | 0,043 | 0,046 |
| сент | 5968 | 326254 |  | 0,058 | 0,051 |
| окт  | 6177 | 344198 |  | 0,062 | 0,054 |
| ноя  | 6393 | 363129 |  | 0,059 | 0,056 |
| дек  | 6616 | 383101 |  | 0,058 | 0,057 |

\* данные о M<sub>2</sub> и инфляции за январь и о курсе доллара за январь-февраль фактические

### Сценарий 3

|          | Обменный курс на конец месяца (руб/\$).* | M2 (млрд.руб)* | индекс фактического темпа прироста цен в течение месяца | среднее геометрическое месячных темпов прироста M2 за предыдущие шесть месяцев | прогноз по сценарию 3 на 1996 год. |
|----------|--|----------------|---|--|------------------------------------|
| январь96 | 4734                                     | 208455         | 0,041   | 0,053  | 0,041                              |
| фев      | 4818                                     | 214709         | 0,030   | 0,040  | 0,037                              |
| март     | 4855                                     | 221150         |   | 0,036  | 0,035                              |
| апр      | 4926                                     | 228890         |   | 0,035  | 0,033                              |
| май      | 4998                                     | 238046         |   | 0,037  | 0,032                              |
| июнь     | 5070                                     | 247568         |   | 0,034  | 0,031                              |
| июль     | 5578                                     | 297081         |   | 0,025  | 0,036                              |
| авг      | 6135                                     | 356497         |   | 0,051  | 0,054                              |
| сент     | 6749                                     | 434927         |   | 0,088  | 0,084                              |
| окт      | 7424                                     | 534960         |   | 0,119  | 0,123                              |
| ноя      | 8166                                     | 668700         |   | 0,152  | 0,167                              |
| дек      | 8983                                     | 842562         |   | 0,188  | 0,209                              |

\* данные о M<sub>2</sub> и инфляции за январь и о курсе доллара за январь-февраль фактические