

*В. МАУ,*

*доктор экономических наук,  
зам. директора ИЭППП,*

*С. СИНЕЛЬНИКОВ-МУРЫЛЕВ,*

*кандидат экономических наук,  
зам. директора ИЭППП,*

*Г. ТРОФИМОВ,*

*кандидат экономических наук,  
зав. лабораторией ИЭППП*

### **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАБИЛИЗАЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ В 1995-1996 ГОДАХ**

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

В отечественной экономической и особенно околоэкономической литературе довольно широкое распространение получило обсуждение вопроса о критериях стабилизации. Утверждается, в частности, что ни о какой стабилизации в России не может быть и речи, поскольку объем производства продолжает падать, уровень благосостояния большинства населения остается низким, а цены растут. Разумеется, все это в значительной степени верно. Однако мы намерены исходить здесь из достаточно простого и строгого понимания макроэкономической стабилизации и логики выхода из системного кризиса, подтвержденного практикой всех тех посткоммунистических государств, которые к настоящему моменту демонстрируют явные экономические успехи.

Мы исходим из того, что макроэкономическая стабилизация означает прежде всего устойчивое снижение месячных темпов инфляции до уровня ниже 3%, что является необходимой предпосылкой экономического роста. При продолжении стабилизационного эконо-

мического курса рост, как свидетельствует опыт, начинается на втором году стабилизационной политики.

### Факторы экономической политики 1995 г.

Устойчивость третьей попытки макроэкономической стабилизации была обусловлена рядом важных факторов, которые характеризовали экономическую и политическую жизнь России на рубеже 1994-1995 гг. Среди них можно выделить несколько наиболее благоприятных для макроэкономической стабилизации.

Прежде всего к концу 1994 г. были приняты правовые и политические решения, положившие конец практике неограниченного эмиссионного финансирования народного хозяйства. Еще раньше, в 1993-1994 гг. были закрыты такие каналы денежной эмиссии, как льготное кредитование ЦБР 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, источником эмиссионного финансирования оставались кредиты ЦБР правительству. Однако осенью 1994 г. было решено от таких кредитов отказаться.

Новая конституционно-правовая атмосфера также способствовала проведению стабилизационного курса при наличии у правительства политической воли для его осуществления.

Во-первых, Конституция 1993 г. крайне затруднила принятие законодателями бюджетных решений популистского характера. Процесс законотворчества ограничен рамками очень жесткой процедуры, причем решения, касающиеся бюджета, могут приниматься Государственной думой только при наличии заключения правительства. Все это делало ситуацию радикально отличной от дискуссий в Верховном Совете 1992-1993 гг., 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 РФ стал независимым от законодателей органом. Правда, на протяжении 1995 г. все еще сохранялась существенная зависимость от исполнительной власти, поскольку во главе ЦБР оставался "исполняющий обязанности председателя", а выдвижение кандидатуры председателя являлось прерогативой президента. Однако поддержка Б.Ельциным стабилизационного курса правительства нейтрализовывала подобную уязвимость руководства ЦБР.

Следует отметить и определенные изменения субъективного характера, которые также способствовали реализации стабилизационного курса. В принципе задача стабилизации при всей ее масштабности не является с аналитической точки зрения чрезвычайно сложной. В России на протяжении 1991-1994 гг. был накоплен определенный

интеллектуальный и психологический опыт функционирования народного хозяйства в условиях рынка. Можно сказать, что за эти годы удалось преодолеть ряд заблуждений, оказывавших существенное воздействие на отечественную экономическую политику последних десятилетий. Зима 1991-1992 гг. показала, что товарный дефицит является в России (как и в большинстве других стран) фактором экономическим, а не производственным, то есть устраняется при отказе от административного контроля за ценами. Связь инфляции с бюджетным дефицитом практически не осознавалась в обществе вплоть до 1993 г. 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. К концу 1994 г. российская политическая элита в общем пришла к пониманию необходимости 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 г. 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 стали столь очевидными и, казалось, непримиримыми. В.Черномырдин и А.Чубайс при поддержке президента приступили к осуществлению курса на последовательную макроэкономическую стабилизацию. Силовые ведомства и ряд близких Б.Ельцину политиков также при поддержке президента попытались решить чеченскую проблему военными средствами, что создало опасность перерождения демократического режима в авторитарный. Перспективы той или иной линии находились в зависимости от конкретного развития событий, от способности их сторонников реализовать стоящие перед ними задачи, демонстрировать эффективность своей деятельности.

Январь 1995 г. 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 г. значительно ухудшились основные макроэкономические показатели. Месячный уровень инфляции достиг 17%, резко снизился уровень жизни. Одновременно была предпринята беспрецедентная атака на рубль со стороны игравших на понижение его курса банковских структур. Но ЦБР удалось в конце концов удержать курс рубля от резких колебаний (аналогичных "черному вторнику" 11 октября 1994 г.), хотя в результате проведенных тогда масштабных интервенций валютные резервы ЦБР сократились до значений, сопоставимых с уровнем 1992 г.

Однако к весне 1995 г. начала приносить плоды возобновленная в конце осени политика ограничения 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 г.**

*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 ЦБР исходила из ориентировочного роста денежной массы в среднем на 4,2% в месяц. Эта программа была согласована с Международным валютным фондом при выделении России кредита stand-by на сумму 6,4 млрд. долл. Ее основные параметры были зафиксированы в совместном заявлении правительства и ЦБР об экономической политике на 1995 г.

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 ЦБР определялась в программе целевыми показателями роста чистых международных резервов.

Денежная программа предусматривала отказ от использования прямых кредитов ЦБР для финансирования дефицита федерального бюджета. Допускался лишь краткосрочный кредит на покрытие кассового разрыва в I квартале, не превышающий 3,5 трлн. руб. 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 аналогичной ставки межбанковского рынка.

Программа финансовой стабилизации-95 не предусматривала фиксации курса рубля и не накладывала никаких ограничений на его динамику. (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: в его пользу свидетельствовала ситуация, 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 г. 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, будет ли оно в дальнейшем следовать провозглашенной политике. Любая попытка возврата к практике инфляционного финансирования дефицита бюджета при фиксированном курсе была бы равнозначна полному провалу экономической политики правительства. Поэтому были необходимы достаточно жесткие действия со стороны правительства и ЦБР в I квартале, чтобы в феврале окончательно решить вопрос о выделении кредита МВФ, и денежная программа стала реальностью.

*Исполнение бюджета в 1995 г.* Недооценка инфляции на 1995 г., а соответственно и всех номинальных цифр бюджета привела к тому, что доходы федерального бюджета в 1995 г. по сравнению с доходами, заложенными в законе от 14 марта, были больше в 1,3 раза. Инфляция же в 1,44 раза превысила бюджетные расчеты. 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 15%. Формальная причина меньшего перевыполнения плана по расходам состоит в невыполнении плана по финансированию дефицита. Размер дефицита был сокращен на 12,8 трлн. руб., то есть на 17% от запланированного. Важно отметить, что различные виды расходов корректировались по-разному. Так, расходы на социальную политику профинансированы на 270%, государственное управление - на 132, оборону - на 122, культуру и искусство - только на 108%.

Ситуация с исполнением бюджета в 1995 г. в целом была стабильной. Налоговые поступления в консолидированный бюджет выросли с 21,5 % ВВП в начале года до 25% ВВП к апрелю 1995 г. К



концу года налоговые поступления снизились до 21,7% ВВП. Налоговые поступления в федеральный бюджет в 1995 г. составляли около 10-11% ВВП. Неналоговые поступления в консолидированный бюджет составляли от 2,2 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 г. составили 26,1% ВВП, доходы федерального бюджета - 13,7%.

Расходы федерального правительства начиная с I квартала осуществлялись исходя из реальных бюджетных возможностей. Расходы федерального бюджета исполнялись по мере поступления доходов, средств, привлекаемых на финансовом рынке, внешних кредитов и кредита, предоставленного ЦБР правительству в I квартале на покрытие кассового разрыва (1,36% ВВП). Таким образом, принятый в Законе о бюджете на 1995 г. порядок финансирования правительства, исключивший кредиты ЦБР (помимо отмеченного выше) из числа его источников, оказал самое серьезное влияние на повышение ответственности за исполнение расходной части бюджета.

За 1995 г. 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 1995 год". Расходы федерального бюджета составили за 1995 г. 15,2% ВВП, расходы и ссуды за вычетом погашений - 16,6%. 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 г. 29,4% ВВП против 37% в 1994 г. При этом расходы на государственное управление были равны 0,72% ВВП (1,1% ВВП в 1994 г.), на правоохранительную деятельность - 1,54% ВВП (1,8% ВВП в 1994 г.), на народное хозяйство - 8,16 (10,1% ВВП в 1994 г.), на социальные цели - 7,65% ВВП (9,6% ВВП в 1994 г.). В реальном выражении расходы федерального бюджета сократились в 1995 г. по сравнению с 1994 г. на 34%, расходы консолидированного бюджета - на 21%.

Дефицит федерального бюджета составил 3,1% ВВП в I квартале и 3,1% ВВП за первое полугодие, 2,6% ВВП за три квартала и 2,94% ВВП в целом за 1995 г. против 10,9% ВВП в 1994 г. Дефицит бюджета за 1995 г. профинансирован за счет внутренних источников в объеме 1,41% ВВП и внешних источников - 1,53% ВВП. Финансирование дефицита исполнено на 77,31%, внутреннее финансирование - на 77,95%, внешнее - на 76,67%.

Среди внутренних источников финансирования наиболее крупными являются ГКО и ОФЗ - 1,66% ВВП. Сберегательный заем принес 0,06% ВВП. Финансирование за счет кредитов ЦБР было отрицательным (-0,07% ВВП), за счет казначейских обязательств и вексе-

лей - также отрицательным (-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 это ужесточение бюджетной политики сопоставимо, пожалуй, лишь с изменениями в 1992 г., когда правительству удалось существенно сократить бюджетные расходы благодаря похожей макроэкономической ситуации, когда скачок цен после их либерализации был значительно выше, чем предполагалось в расчетах к бюджету. Как и следовало ожидать, занижение темпов инфляции в 1995 г., принятое в расчетах к утвержденному бюджету, серьезно облегчило процесс его исполнения. Собранные доходы позволили намного полнее, чем в предшествующие годы, финансировать номинально (в утвержденном проекте) высокие, а реально резко обесценившиеся расходы федерального правительства. Однако в отличие от 1992 г. нынешние бюджетные рестрикции воспринимаются экономическими агентами значительно спокойнее.

*Меры антиинфляционной политики.* С самого начала 1995 г. политика ЦБР следовала жестким установкам денежной программы. Произошло резкое снижение темпов прироста денежных агрегатов. В I квартале рост денежной базы составил 4%, причем чистые внутренние активы увеличились на 2,3%, а денежная масса М2 выросла на 9,7% (см. табл.). ЦБР 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 (ЧВА). Прирост ЧВА в I полугодии составил всего 19%, тогда как предельный размер, установленный денежной программой, допускал рост на 35% за данный период. Такая жесткость политики внутреннего кредитования имела определенный смысл. Во-первых, была необходима явная демонстрация приверженности правительства и ЦБР принятому курсу на снижение инфляции. Во-вторых, создавался некоторый "задел" для увеличения ЧВА во втором полугодии. В-третьих, частично компенсировалось не предусмотренное программой расширение денежной базы из-за накопления ЦБР резервов.

В течение всего 1995 года действовала фактически запретительная ставка рефинансирования. 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 были введены механизм переучета векселей и залоговое кредитование коммерческих банков, фигурировавшие в денежной программе на 1995 г. Тем самым ЦБР фактически отказался от воздействия на краткосрочные процентные ставки денежного рынка через дисконтное "окно". Это несколько сузило воз-

Параметры денежно-кредитной политики в 1995 г.

	Денежная база*, трлн. руб.	M2	Чистые внутренние активы**, трлн. руб.	Чистые международные резервы***, трлн. руб.	Курс доллара, руб.	Средневзвешенная доходность ГКО/ОФЗ****, % годовых	Ставка по трехмесячному МБК, % годовых	Инфляция, %
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

\* Наличные деньги вне банковской системы и минимальные резервные требования по рублевым вкладам (данные МВФ).

\*\* Разность между величиной денежной базы и объемом чистых международных резервов денежно-кредитных органов (данные МВФ).

\*\*\* Разность между иностранными резервными активами и пассивами ЦБР и правительства, включая чистые краткосрочные пассивы ВЭБ или любого другого учреждения, действующего от имени правительства (оценены по курсу 3550 руб./долл.) (данные МВФ).

\*\*\*\* Средневзвешенная по объему торгов доходность ГКО/ОФЗ на вторичном рынке.

возможности для маневра летом и осенью, когда отчетливо проявились результаты жесткой кредитной политики.

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 I квартале определялась значительным спекулятивным спросом на валютные ресурсы. Проводившаяся же ЦБР с января по май политика плавной девальвации рубля не оказала стабилизирующего воздействия на инфляционный процесс.

В апреле ЦБР 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 рын-



ков. Повышение средней нормы резервирования в определенном смысле дополняло жесткое самоограничение ЦБР 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 2,02, это значение было стабильным до конца года.

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 ЦБР резервных требований к коммерческим банкам не было необходимости, если бы ЦБР выбрал наиболее рациональную политику накопления валютных резервов.

Замедление прироста денежной массы, произошедшее в I квартале, привело к уменьшению реального предложения денег. Это объясняется таким характерным явлением, как инерционность инфляции, которая обуславливается относительной жесткостью товарных цен. Даже в условиях высокой инфляции они не могут пересматриваться сколько угодно быстро.

Реальная денежная масса в ценах декабря 1993 г. (в трлн. руб.)

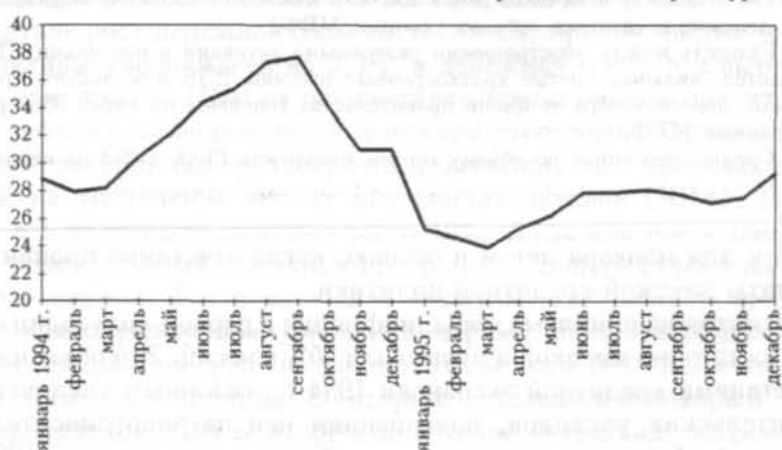


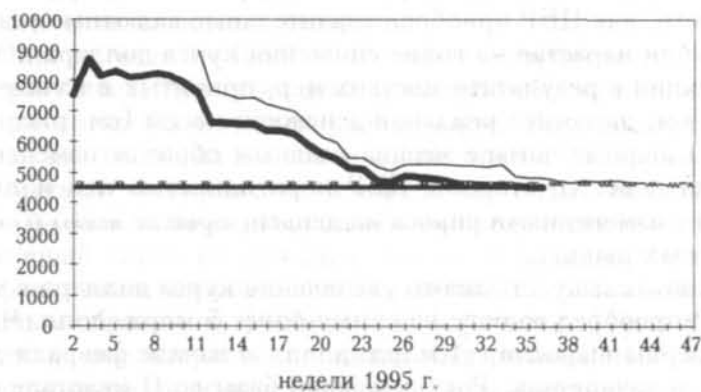
Рис. 1

Как видно из рис. 1, уменьшение реального объема денежной массы (М2) началось еще осенью 1994 г., что повлекло резкое увеличение процента к началу 1995 г. Средневзвешенная доходность ГКО достигла 14% в месяц в конце января и снизилась до 10% к середине марта (см. табл.). Тем не менее к концу I квартала доходность рублевых активов превысила доходность валютных активов. Это должно было обусловить уменьшение спроса на доллары и соответствующее снижение обменного курса доллара. Однако именно в I квартале сохранялась неопределенность относительно будущей политики. Кроме

того, как уже отмечалось, ЦБР целенаправленно проводил в I квартале политику плавной девальвации рубля. До принятия совместного заявления правительства и ЦБР эта тактика была в известной мере оправдана нехваткой у ЦБР валютных резервов и сохраняющейся угрозой новых спекулятивных атак.

Если бы ожидания всех участников финансовых рынков были более рациональными и позволяли предвидеть последствия политики правительства и ЦБР, то уже в марте структура портфелей экономических агентов была бы изменена в пользу рублевых активов. Однако некоторые индикаторы рынка свидетельствуют, что во многих случаях решения принимаются исходя из адаптивных ожиданий, основанных на экстраполяционном прогнозе. Динамика валютных форвардов с декабря 1994 г. по ноябрь 1995 г. показывает, что отношение к политике правительства радикально изменилось лишь в мае, после того как курс доллара начал падать (рис. 2). 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.

Динамика форвардных курсов доллара (руб./долл.)\*



— Форвардный курс на 15.09.1995      — Форвардный курс на 15.12.1995  
 — Фактический курс на 15.09.1995      - - - Фактический курс на 15.12.1995

\* По данным: "Monetary Reports", January 1996.

Рис. 2

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 замедленно. Вследствие этого дедолларизация в первом полуго-

дии происходила не так быстро, как это предполагается в простых моделях типа "перелета" обменного курса<sup>1</sup>.

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. ЦБР опередил изменения в ожиданиях 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.

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 ЦБР 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 (см. рис. 1) определялась в первые четыре месяца главным образом изменениями предложения денег со стороны ЦБР и ригидностью цен и лишь в дальнейшем - изменениями спроса на деньги, прежде всего со стороны финансовых рынков.

В результате искусственного увеличения курса доллара в марте-апреле ЦБР приобрел валюту 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 II квартале составил 48% вместо ориентировочной цифры 15% по денежной программе. Денежная масса за этот период повысилась на 46%, тогда как предполагалось ее увеличение также на 15% (см. табл.).

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 ЦБР резервов. Отношение валовых официальных золотовалютных резервов к денежной базе в январе составляло 48% и достигло максимального значения 92% в мае, а в июле снизилось до 76%. Примерно на

<sup>1</sup> Dornbusch R. Expectations and Exchange Rate Dynamics.- Journal of Political Economy, 1976, vol. 84, p. 1161-1176.

таким уровне оно сохранялось до конца года. Для сравнения: в Мексике отношение валовых внешних резервов к денежной базе в период, предшествовавший валютному кризису 1994 г., достигало 120%<sup>2</sup>. Поэтому говорить о значительном перенакоплении Центробанком валюты в первом полугодии 1995 г. вряд ли правомерно.

Так же неправомерно преувеличивать инфляционный эффект от накопления валютных резервов. Как подтверждают расчеты по авторегрессионной 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 IV 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 ЦБР. Обеспеченность рублевой массы валютными резервами следует оценивать в том смысле, что ее выпуск не создает предпосылок к необеспеченной эмиссии в последующие месяцы в силу 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 ЦБР 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 ЦБР 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 психологические характеристики финансовых рынков, то можно было бы спровоцировать сброс иностранной валюты и остановить падение курса доллара с помощью массированных закупок на любом уровне, намного 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 в марте-апреле. В таком случае рост денежной массы во II квартале также мог быть значительно ниже фактических 46%. Наши оценки показывают, что тот же прирост валютных резервов мог быть достигнут за счет увеличения M2 на 30-35%. При таком сценарии, однако, важно было не допустить "раскачку" курса доллара, вовремя остановив его падение и предотвратив обратную спекулятивную волну. Логичным решени-

<sup>2</sup> Obstfield M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. - The Journal of Economic Perspectives, 1995, vol. 9, No 4, p. 78.

ем 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. руб. Это намного меньше того дополнительного объема денежной массы, который был эмитирован при скупке валюты в марте-апреле из-за неблагоприятной для ЦБР курсовой разницы.

Интенсивное весеннее накопление ЦБР внешних резервов не привело к ожидавшемуся инфляционному всплеску во втором полугодии, но могло быть проведено более эффективно для самого ЦБР, с более низким уровнем инфляции и с меньшими потерями для банковской системы. Остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в ЦБР увеличились почти на 50% во II квартале и снизились на 25% в III 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 ЦБР.

Во втором полугодии рост чистых международных резервов замедлился и составил 4,2%. Напротив, чистые внутренние активы выросли на 61%. Это в немалой степени связано с экспансией ГКО во II квартале, вызвавшей активизацию их закупок ЦБР на открытом рынке.

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

Введение валютного "коридора" стабилизировало валютный рынок и обусловило 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.

Оценивая последствия макроэкономической стабилизации 1995 г., 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 I квартале 1995 г. - лишь на 4,4%).

Увеличение реального курса рубля не оказало негативного воздействия на экспортные операции. Годовой объем экспорта в страны дальнего зарубежья возрос на 25% по сравнению с 1994 г., тогда как годовой импорт - лишь на 12,5%. Однако увеличение чистого экспорта произошло под воздействием других факторов и не означает, что рост реального курса рубля не окажет отрицательного влияния на реальный сектор.



Экспансия предложения ГКО. К началу 1995 г. стоимость непогашенного номинала ГКО составляла около 11 трлн. руб., или 1% годового ВВП. К концу 1995 г. стоимость ГКО-ОФЗ в обращении увеличилась до 73 трлн. руб., или до 4,5% ВВП. Динамика номинальной и дефлированной стоимости непогашенных ГКО представлена на рис. 3. 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 небольшой. Однако именно в июле произошло существенное увеличение доходности ГКО, что напрямую связано с наращиванием их эмиссии в условиях ограниченной ликвидности финансовых рынков.

Рынок ГКО-ОФЗ и государственный долг

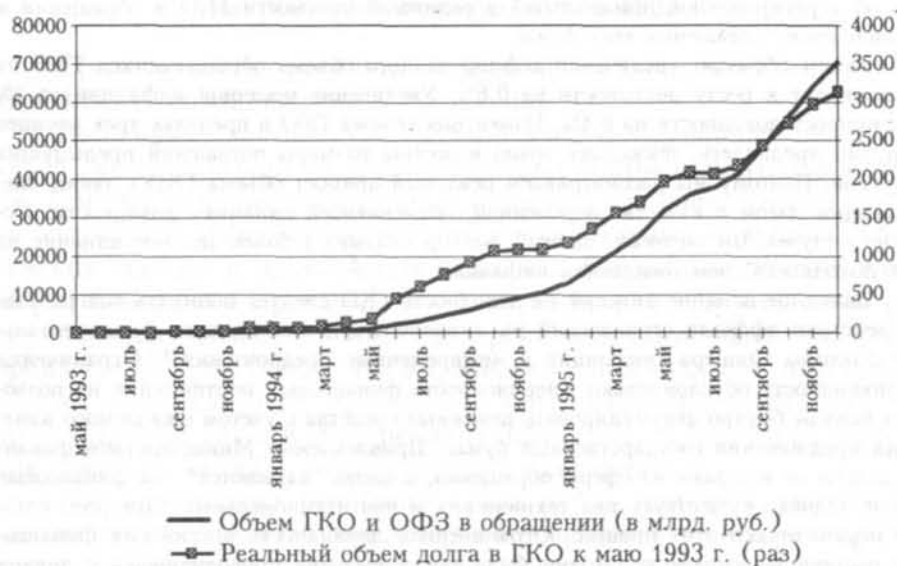


Рис. 3

Судя по динамике ЧВА, в первом полугодии активность ЦБР на вторичном рынке ГКО была невысокой. Закупки ЦБР 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 ЦБР пакета государственных облигаций в их общем объеме составляла 10% в начале года и примерно 20% - в конце года. Тем не менее реальные уровни доходности ГКО-ОФЗ оставались во втором полугодии довольно высокими.

Необходимо учитывать, что антиинфляционная политика оказывает неоднозначное влияние на рынок долговых инструментов. Уменьшение темпов инфляции отражается на снижении доходности с определенным лагом. В то же время наращивание эмиссии ГКО в условиях недостаточной ликвидности финансовых рынков "толкает" уровень доходности вверх. В результате доходность снижалась в 1995 г. более медленно, чем инфляция. По этой причине во втором полугодии произошел рост реальной стоимости обслуживания государственного долга, что продолжает сказываться на возможностях привлечения средств в федеральный бюджет в I квартале 1996 г.

Как показывают наши эконометрические оценки, ожидания инфляции и эмиссии новых выпусков ГКО являются статистически значимыми факторами, определяющими динамику доходности государственных бумаг. Оценка зависимости между агрегированной доходностью и опережающим сглаженным по скользящей

средней темпом инфляции и темпом реальной эмиссии ГКО дает следующие результаты:

$$r_t = 2,02 + 0,61x_{t,t+12} + 0,4\pi_{t,t+12} + \varepsilon_t,$$

(2.86)      (6.45)      (2.43)

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 трех последующих месяцев,  $\pi_{t,t+12}$  - месячный темп роста индекса потребительских цен (%) за тот же период времени,  $\varepsilon_t$  - случайная ошибка.

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 г.). Доходность рассчитана на основе данных об агрегированной номинальной и рыночной стоимости ГКО в обращении и среднем сроке 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 трех 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 доходности. Согласно полученным оценкам, данный фактор оказывает более сильное влияние на рост доходности, чем ожидаемая инфляция.

Значимое влияние эмиссий на доходность ГКО следует понимать как результат действия эффекта ограничений на ликвидность, дополняющего фундаментальные факторы Фишера (инфляция и межвременные предпочтения)<sup>3</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 не исчезают из сферы обращения, а вновь "вливаются" на финансовые рынки. Однако существует ряд технических и институциональных барьеров, которые ограничивают этот процесс. Ограниченная ликвидность российских финансовых рынков во втором полугодии была также вызвана проводившейся с января денежно-кредитной политикой, сохранившей свою жесткость несмотря на накопление ЦБР внешних резервов. Начавшийся летом межбанковский кризис усугубил проблему ограниченной ликвидности, что дало дополнительный импульс к увеличению реальной доходности государственных бумаг в III квартале.

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

<sup>3</sup> Lucas R. Liquidity and Interest Rates. - Journal of Economic Theory, 1990, vol. 50, p. 237-264. Гипотеза инерционности финансовых портфелей, развиваемая монетаристским направлением, позволяет явно описать эффект ограничений на ликвидность и объясняет воздействие денежно-кредитной политики на реальные экономические переменные. На наш взгляд, эта гипотеза дополняет предположение об инерционности цен, характерное для неокейнсианской школы, по-своему интерпретирующей реальные последствия изменений номинального денежного предложения (Dornbusch R. Op. cit).

ного долга. 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 реальных тенденциях внутреннего долга.

### Экономические и политические последствия макроэкономического курса 1995 г.

Среди основных результатов проведения экономической политики в 1995 г. можно выделить следующие.

Во-первых, достигнутые стабилизация и укрепление реального курса рубля означали на практике начало притока капиталов в страну. Тем самым формировались предпосылки для удешевления кредита, снижения эффективности чисто спекулятивных операций в банковском секторе и привлечения 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 производственными 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 для немногочисленных предприятий машиностроения, способных выйти на внешний рынок. А ведь эти экономические агенты составляют естественную социально-политическую базу стабилизационного курса, и ухудшение их экономического положения является с политической точки зрения 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 сказаться на состоянии тех отраслей отечественной промышленности, которые зависят от поставок иностранных товаров производственного назначения (а таких немало среди экспортеров). И одновременно это сильно осложняет ситуацию на тех предприятиях отечественного машиностроения (прежде всего конверсионных), 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 секторы 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 и выживание лишь наиболее мощных и устойчивых из них.

В-четвертых, в связи с обозначившейся перспективой макроэкономической стабилизации во второй половине 1995 г. произошло заметное усиление интереса крупных финансовых структур к приватизации. Обострение борьбы за получение государственных (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 недовольства - КПРФ - наиболее крупной партии, открыто провозглашающей необходимость передела собственности на более "справедливых" основаниях.

Макроэкономическая политика 1995 г. была в известном смысле уникальной. Она представляла собой весьма нетипичный случай проведения стабилизации в предвыборный период<sup>4</sup>. Причем развитие ситуации вновь подтвердило отсутствие прямой и однозначной связи между динамикой экономической ситуации и политическими настроениями в стране, и прежде всего поведением электората. Это отчетливо продемонстрировали уже в 1993 г. апрельский референдум, где большинство граждан высказались в поддержку проводимого социально-экономического курса, и декабрьские выборы, принесшие 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 экономическим проблемам.

Опыт посткоммунистических стран свидетельствует, что период, наступающий 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 приня-

<sup>4</sup> Хотя в посткоммунистической России такая практика, кажется, становится типичной. Аналогично действовал осенью 1993 г. Е. Гайдар, что позволило остановить инфляционную "волну", но негативно сказалось на результатах возглавляемого им движения на выборах в декабре того же года.

тием 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 были бы восприняты 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 гг.). Между тем каждая новая попытка стабилизации является более тяжелой как в экономическом, так и в социально-политическом отношении. Стремительно снижается готовность и, главное, способность основной массы 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 выявилось 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 гг. Определились и две реальные альтернативы этому курсу. С одной стороны, левая модель, суть которой состоит в осуществлении широкой денежно-кредитной экспансии, направленной на поддержку неэффективных отраслей и секторов производства, причем для борьбы с неизбежным резким ускорением инфляции используются административные рычаги - госрегулирование цен и валютного курса. С другой стороны, националистическая модель, предполагающая закрытие внутреннего рынка от иностранной конкуренции, широкое государственное вмешательство в экономику при попытках проведения жесткой денежно-кредитной политики. На открыто инфляционистских позициях стояли КПРФ и "Яблоко". А главными выразителем националистической экономической идеологии были Конгресс русских общин (КРО) и ЛДПР, хотя последняя не формулирует сколько-нибудь отчетливо свое экономическое кредо.

Итоги парламентских выборов в декабре 1995 г. позволяют сделать ряд выводов экономико-политического характера. И хотя эти итоги с конституционной точки зрения не могли непосредственно сказаться на проводимом курсе, они оказали определенное влияние на формирование политических и идеологических рамок этого курса.



На выборах победу одержали партии инфляционной ориентации, 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 (например, в случае отставки В.Черномырдина) 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 были изначально 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 включает в себя такие экономико-политические меры, которые практически не оставляют шансов на ее неинфляционную реализацию.

### 1996 год: время выбора

Победа КПРФ на выборах в Государственную думу в декабре 1995 г. и начало президентской предвыборной кампании привели к заметной трансформации декларируемого экономического курса. Публичные выступления Б.Ельцина, а также осуществленные им кадровые перестановки, казалось бы, свидетельствовали об отказе от стабилизационной политики. Заявления самого президента и первых вице-премьеров (О.Сосковца и В.Каданникова) содержали обещания выплаты долгов по заработной плате, усиления социальной направленности реформ, защиты внутреннего рынка (отечественных производителей) от иностранной конкуренции, выделения не включенных в бюджет 16 трлн. руб. на восстановление Чечни, финансовой поддержки отдельным предприятиям.

Учитывая опыт предыдущих лет, подобные заявления можно было однозначно трактовать как переход к инфляционной политике. Политическая логика этого шага была более или менее понятной: учитывая временные лаги между ослаблением бюджетно-денежной политики и усилением кризисных явлений в экономике, попытаться обеспечить быстрое и заметное снижение социальной тяжести реформ, продемонстрировать начало "социальной отдачи" правительственного курса. Расплата за такой курс была неизбежной, но она выходила бы уже за рамки предвыборной кампании, а потому в логике президентской "гонки" вполне может восприниматься как несущественная. Кроме того, президентские аналитики вполне могли ориентировать руководство на попытку "маневра во времени", то есть компенсации популистской политики первого полугодия сверхжестким курсом впоследствии. Определенным объективным ограничением на популистский уклон этой политики, не позволяющим ей выйти за какие-то рацио-

нальные пределы и свестись к раздаче "дешевых" денег всем, стала бы позиция ЦБР, впервые выступающего в качестве независимого субъекта экономической политики и имеющего жесткие законодательные ограничения своего эмиссионного права.

Насколько оправданным был бы подобный сценарий? Для ответа на этот вопрос используем модель, описывающую зависимость инфляции от денежной политики и инерционности поведения цен в предшествующий период<sup>5</sup>.

В терминах конкретных экономических решений осуществление в полном объеме предвыборных обещаний Б.Ельцина (по состоянию на середину марта 1996 г.), а также ряда популистских инициатив коммунистического большинства Государственной думы 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% (на 1,5% ВВП).

Однако незначительный на первый взгляд рост расходов бюджета против запланированного уровня на самом деле означает серьезное изменение макроэкономической политики. Дополнительный объем внутренних заимствований на уровне 1,5% ВВП (40-45 трлн.руб. при ВВП, согласно бюджетным проектировкам, равном 2800 трлн. руб.), как представляется, не может быть обеспечен на существующем рынке государственных ценных бумаг. В случае подобного смягчения бюджетной политики станет необходимым не предусмотренная денежной программой дополнительная эмиссия ЦБР, например, в виде покупки государственных обязательств на открытом рынке.

Исходя из этого прирост денежной массы мог бы составить в 1996 г. не 40% (2,9% в месяц), а около 80%, то есть около 5% в месяц, а ускорение темпов роста валютного курса составило бы соответственно около 40% за год. В результате, по данному прогнозу, инфляция в следующем году немного превысила бы 4,5% в месяц (около 70% за год).

Кроме того, осуществление подобного рода выплат было бы затруднено сжатием бюджетных поступлений. Ведь порождаемые обещаниями инфляционные ожидания неизбежно трансформируют поведение хозяйственных агентов, приводя к замедлению процессов структурной перестройки и к ухудшению налоговой дисциплины, поскольку растущая инфляция делает выгодным максимальную задержку выполнения обязательств перед государством.

Наконец, вызывает большие сомнения и политическая рентабельность такого "умеренно популистского" курса. Практика показывает,

<sup>5</sup> Мау В., Синельников-Мурылев С., Трофимов Г. Альтернативы экономической политики и проблемы инфляции. - Вопросы экономики, 1995, № 12, с. 18.

Предложенная модель была несколько модифицирована, что дало возможность учесть влияние обменного курса доллара как индикатора инфляционных ожиданий:

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

где  $p_t$  - инфляция в месяце  $t$ ,  $m_{t-6,t-1}$  - средний темп прироста денежной массы за предыдущие полгода,  $d_{t-1,5}$  - темп изменения курса доллара за последние пять месяцев,  $\varepsilon_t$  - случайная переменная, отражающая воздействие инфляционных ожиданий и немонетарных факторов.

что предвыборный популизм исполнительной власти не приносит ей искомым результатов, воспринимаясь избирателями как показатель политической циничности, а не как забота о его благе. Не говоря уже об обещаниях выплатить задолженность по зарплате, президент не только провоцирует вопрос о том, почему он не делал этого раньше, но и берет на себя политическую ответственность за все неплатежи, тогда как долги федерального бюджета в общем объеме задолженности по заработной плате к февралю 1996 г. не превышали 10%.

Впрочем, реальное развитие событий в I квартале 1996 г. не свидетельствует о переходе власти на рельсы "умеренного популизма" в экономической сфере. Инфляция в январе-феврале продолжает сложившуюся во втором полугодии 1995 г. тенденцию к снижению! Политика ЦБР в начале года не оправдывает пессимистические прогнозы аналитиков относительно возврата к инфляционному финансированию дефицита федерального бюджета. В январе наблюдалось сжатие денежной массы на 2,5 % в основном за счет сокращения валютных активов ЦБР. Последний осуществляет контроль не только над денежными агрегатами, но и над основными сегментами финансового рынка. Произошедшая в начале года смена руководства в Сбербанке РФ отражает эту тенденцию. Наконец, поддержка МВФ означает признание результатов прошлогодней политики и стимулирует создание благоприятного инвестиционного климата.

Учитывая опыт прошлого года, ЦБР собирается активно регулировать ликвидность финансовых рынков через введение уже весной ломбардного кредитования коммерческих банков и операций "репо" с использованием государственных ценных бумаг. В дальнейшем эта мера позволит смягчить ограничения на ликвидность финансовых институтов, что благотворно повлияет на динамику доходности ГКО-ОФЗ. Естественно, речь должна идти не о новом канале денежной накачки, а о создании эффективного механизма перераспределения ликвидности.

С другой стороны, период "весна-лето" является критическим для финансовой стабилизации. Как свидетельствует мировой опыт, усиление политического риска не проходит бесследно для финансовых рынков, каков бы ни был исход борьбы политических сил. Недавний валютный кризис в Мексике разразился в декабре 1994 г. уже после прошедших в этой стране президентских выборов. Но ожидания кризиса нагнетались на финансовых рынках Мексики в течение всего года в значительной мере из-за неопределенности политических перспектив.

Словом, основная проблема весны 1996 г. - неясность будущей экономической политики, которая, возможно, не будет устранена и сразу после выборов. Очевидно также, что ситуация в первом полугодии 1996 г. связана с существенно большей степенью неопределенности, чем это было в первом полугодии прошлого года - в связи с ничем не регламентированной политикой обменного курса.

После введения валютного "коридора" и деградации рынка межбанковских кредитов рынок ГКО превратился в "центр притяжения" свободных денежных ресурсов. С начала 1996 г. положение на этом рынке было весьма благоприятным для государства, что также свидетельствовало об осторожности макроэкономического курса

денежных властей несмотря на обстановку предвыборного ажиотажа. Об этом прежде всего свидетельствовал успех акции ЦБР по снижению доходности ГКО.

Снижение доходности происходило одновременно с ростом спроса на государственные бумаги. На первичных аукционах ГКО, проходивших в январе-феврале, размещалось в среднем более 95% объема предложения. Заметно возрос интерес инвесторов к ОФЗ: отношение спроса к предложению на первичных аукционах этих бумаг составляло в среднем 73% в IV квартале 1995 г. и увеличилось до 140% в первые два месяца 1996 г. Однако в марте 1996 г. произошло резкое снижение котировок ГКО, что объясняется рядом факторов. Во-первых, за первые два месяца года собираемость налогов была на уровне 36%. Во-вторых, поступление доходов в федеральный бюджет могло несколько сократиться из-за снижения и отмены экспортных пошлин на нефть. В-третьих, в марте-апреле произошел очередной виток экспансии предложения ГКО, что было связано со значительными суммами погашений предыдущих выпусков и с кампанией погашения задолженности бюджета по заработной плате.

В этих условиях дальнейшее привлечение средств на денежном рынке для финансирования дефицита бюджета представляется достаточно сложным делом. Спрос на обязательства с длительным сроком погашения может упасть под воздействием психологических факторов. Увеличение доходностей является косвенным признаком повышения рискованности ценных бумаг. Это в особенности касается инвесторов, рассчитывающих на получение фиксированного дохода, например, нерезидентов, допущенных на рынок ГКО в феврале 1996 г.

Чтобы удержать доходность государственных бумаг в приемлемых рамках, ЦБР должен осуществлять значительные закупки на вторичном рынке. Для предотвращения денежной экспансии необходимо проводить стерилизацию закупок ГКО путем снижения внешних резервов ЦБР. В какой-то мере сокращение валютных резервов произойдет автоматически, если часть наиболее осторожных инвесторов предпочтет "уйти в доллары" еще до лета. В результате существенно изменится структура активов баланса ЦБР: увеличится доля чистых внутренних активов и снизится доля чистых внешних резервов. Важен также "структурный" аспект политики ЦБР на открытом рынке. Если в дальнейшем разрыв доходностей по коротким и длинным выпускам будет расти, то последние с большой вероятностью станут основным объектом скупки со стороны ЦБР и Сбербанка. В таком случае эти банки будут стабилизировать рынок, управляя кривой процентного дохода.

Итак, весной может начаться процесс редолларизации финансовых портфелей. Однако накопленные ЦБР валютные резервы позволят контролировать этот процесс по крайней мере до середины лета. Валютная доходность в рамках "коридора" не столь велика, чтобы профессиональные игроки пошли на значительные потери и сбросили ГКО до июля. Население уже проявило определенную осторожность и с осени прошлого года осуществляет постепенную конвертацию рублевых сбережений. Поэтому вряд ли следует ждать панического бегства от рублевых активов. Важно и то, что положение большинства коммерческих банков не изменится к лучшему, и у банковского сектора не хватит ресурсов для "раскачки" валютного рынка.

На поведение инвесторов в предвыборном периоде будут влиять ожидания изменений в курсовой политике во втором полугодии. Чтобы снять напряженность, правительство и ЦБР к началу июня должны сделать официальное заявление о новом режиме управления обменным курсом. Однако пока остается открытым вопрос, окажет ли это заявление такой же стабилизирующий эффект на финансовые рынки, какой имели прошлогодние решения о введении и продлении валютного "коридора".

Независимо от исхода выборов ЦБР имеет смысл пересмотреть политику укрепления рубля и стабилизировать реальный курс доллара. Во-первых, при уровне инфляции ниже 2% в месяц и в условиях сохранения жесткого контроля за денежной массой влияние курсовой политики на инфляцию несущественно. Во-вторых, производственный сектор должен получить передышку после дополнительной нагрузки, связанной с укреплением рубля в 1995 г. В-третьих, так ли уж велики официальные валютные резервы, чтобы можно было и дальше использовать обменный курс доллара в качестве номинального якоря?

Абсолютная величина валовых международных резервов России в рублевом выражении составила в марте 1996 г. около 80 трлн. руб. Несколько большей величине соответствует ориентировочный прирост денежной массы М2 в текущем году (при условии продолжения антиинфляционной политики). Однако, как отмечалось выше, степень достаточности официальных валютных резервов оценивается с помощью показателя их отношения к денежной базе. Это отношение монотонно снижается и к середине текущего года, по нашим оценкам, может опуститься до 50% (отношение валютных резервов ЦБР к денежной базе снизится до 40% или еще ниже).

Когда валютные резервы Центрального банка не так малы, чтобы наверняка провоцировать атаки, но и не так велики, чтобы гарантировать стопроцентную устойчивость проводимой курсовой политики, начинает действовать механизм *самореализующихся* ожиданий. При этом массированный "уход" в иностранную валюту и девальвация рубля могут произойти даже при наличии таких фундаментальных благоприятных факторов, как рост инвестиций и первые признаки промышленного подъема. Во втором полугодии 1996 г. спонтанные атаки на рубль могут быть предприняты, если неопределенность будущей политики сохранится и после президентских выборов.

### Популизм у власти: развитие событий

Однако предвыборный популизм (или "умеренно-популистский курс", о котором речь шла выше) является лишь одним (меньшим) из "зол", грозящим экономической, да и политической ситуации в 1996 г. Гораздо опаснее то, что в настоящее время высока вероятность победы сторонников инфляционно-популистской модели экономического развития, модели, действие которой не ограничивается временными и политическими рамками предвыборной борьбы.

Этому способствует целый ряд факторов, специальный анализ которых выходит за пределы настоящей статьи. Идея стимулирования экономического роста через перекачивание ресурсов из высокодоходных в неконкурентоспособные секторы машиностроения и АПК, дешевые государственные инвестиции и обильные социальные выплаты отнюдь не являются изобретением российских левых. Подобные программы разрабатывались правительствами многих стран Латинской Америки, и всегда попытки их практической реализации вели к одинаково тяжелым экономическим последствиям. Здесь мы лишь



коротко охарактеризуем возможный сценарий развития событий при победе популистской экономической доктрины. Логика ее осуществления достаточно универсальна и неоднократно повторялась в различных странах мира.

Исходным пунктом, очевидно, станет рост государственных расходов и выход их за рамки бюджетных возможностей. Для популистского "правительства народного доверия" не будет существовать понятия бюджетной ответственности, поскольку все траты легко можно будет объяснить "потребностями человека труда" или "стратегическими интересами возрождения великой державы". Поскольку в России в настоящее время имеется некоторый запас иностранной валюты и золота, экспансию бюджетных расходов на протяжении нескольких месяцев можно осуществлять без немедленного инфляционного скачка.

Больше того, рост государственных инвестиций и вероятное увеличение заработной платы могут вызвать некоторое оживление экономики, тем более что проводимые мероприятия наложатся на общую конъюнктуру последнего времени: Россия явно стоит на пороге экономического роста, и вопрос заключается в том, как сделать этот рост здоровым и устойчивым. Для роста нужен спрос. Но в том-то и дело, что популистская накачка экономики, если и обеспечивает рост, то только краткосрочный, искусственный, вскоре оборачивающийся глубоким кризисом.

Возможно, популистское правительство попытается также и заморозить цены на ряд продуктов<sup>6</sup>. Перейти к тотальному государственному контролю за ценами будет, конечно, невозможно, но вполне естественным представляется установление государством цен на продукцию экспортоориентированного топливно-энергетического комплекса и на ряд потребительских товаров.

Наконец, несмотря на все заявления о поддержке отечественных товаропроизводителей, импорт потребительских товаров в Россию при левом правительстве, скорее всего, возрастет. Без этого трудно будет поддерживать насыщенность внутреннего рынка хотя бы на уровне 1994-1995 гг. Дальнейшее развитие событий также достаточно очевидно. Будет расти напряжение на валютном рынке как результат постепенного исчерпания валютных резервов. Правительство встанет перед выбором: или девальвировать рубль, или ввести принудительный валютный курс. Первый вариант делает неизбежным ускорение инфляции, за чем следует дальнейшее расширение сферы применения государственных цен.

Второй вариант обуславливает перемещение валютных операций на черный рынок при одновременном свертывании предложения импортных товаров, поскольку большинство импортеров не станут 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.

<sup>6</sup> Петраков Н., Перламутров В. Россия - зона экономической катастрофы. - Вопросы экономики, 1996, № 3, с. 80.

Неизбежна и криминализация экономико-политического режима, поскольку перераспределительные функции чиновников резко возрастут.

Все это будет, но не сразу. Ситуация будет смягчаться инерционностью инфляции и, возможно, накопленными официальными валютными резервами. Поэтому напряженность, о которой здесь идет речь, начнет расти в 1997 г.

Прослеживаются и политические последствия популизма. Кто же должен будет отвечать за то, что экономика вновь окажется в забытой уже ситуации осени 1991 г. Исключительно "полезным" может оказаться советский опыт почти 70-летней давности. Действительно, во многом схожая ситуация сложилась в СССР вскоре после начала сталинской 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.

Все это не досужие фантазии. Уже сейчас, наблюдая за политической жизнью страны, чуть ли не каждый день приходится сталкиваться с подготовкой будущих политических разборок. То вице-президент Российской академии наук (он же член руководства КПРФ) требует принять меры против экономистов, виновных в кризисном положении страны. То вдруг во вполне уважаемой газете читаешь мнение вполне уважаемого (в прошлом) экономиста, согласно которому рекомендации Международного валютного фонда являются "ритуальной мстостью российскому рабочему классу за Октябрь и за десятилетия страха"<sup>7</sup>.

Впрочем, политика популизма не может 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 популистской модели происходила чаще всего в форме явного или скрытого государственного переворота.

Иногда развитие событий ограничивается одним популистским циклом. Однако в большинстве случаев приходится пройти через череду взаимосменяющихся 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.

<sup>7</sup> Пчелинцев О. Шагреневая кожа ресурсов. - Независимая газета, 1996, 22 февраля.