

## Глава 8. Денежно-кредитная политика государства и ситуация с платежным балансом РФ

### 8.1 Инфляция и денежное предложение

Ситуация в денежной сфере (инфляционные процессы, изменения курса российской национальной валюты и динамика спроса на деньги) в 2000–2002 годах была достаточно стабильной и предсказуемой. В данный период произошла стабилизация темпов инфляции в диапазоне от 1% до 2% в месяц, и по итогам 2000 года инфляция (по индексу потребительских цен) составила 20,1%, в 2001 году – 18,8%, в 2002 г. – 15,1%. При этом внутригодовые колебания инфляции от года к году усиливались. Данные о динамике ИПЦ в 2000–2002 годах приведены в таблице 8.1.

*Таблица 8.1*

**Динамика ИПЦ в 2000–2002 годах**

	ИПЦ, % в месяц	Официальный обменный курс рубля на конец месяца, руб./\$	Темп роста курса доллара к рублю
янв 00	2,3%	28,55	5,74%
фев 00	1,0%	28,66	0,39%
мар 00	0,6%	28,46	-0,70%
апр 00	0,9%	28,40	-0,21%
май 00	1,8%	28,25	-0,53%
июн 00	2,6%	28,05	-0,71%
июл 00	1,8%	27,80	-0,89%
авг 00	1,0%	27,75	-0,18%
сен 00	1,3%	27,75	0,00%
окт 00	2,1%	27,83	0,29%
ноя 00	1,5%	27,85	0,07%
дек 00	1,6%	28,16	1,11%
янв 01	2,8%	28,37	0,75%
фев 01	2,3%	28,72	1,23%
мар 01	1,9%	28,74	0,07%
апр 01	1,8%	28,83	0,31%
май 01	1,8%	29,09	0,90%
июн 01	1,6%	29,07	-0,07%
июл 01	0,5%	29,27	0,69%
авг 01	0,0%	29,37	0,34%
сен 01	0,6%	29,39	0,07%
окт 01	1,1%	29,70	1,05%
ноя 01	1,4%	29,93	0,77%
дек 01	1,6%	30,14	0,70%
янв 02	3,1%	30,68	1,81%
фев 02	1,2%	30,94	0,83%
мар 02	1,1%	31,11	0,58%
апр 02	1,2%	31,19	0,25%
май 02	1,7%	31,30	0,36%
июн 02	0,5%	31,44	0,45%
июл 02	0,7%	31,44	-0,02%

	ИПЦ, % в месяц	Официальный обменный курс рубля на конец месяца, руб./\$	Темп роста курса доллара к рублю
авг 02	0,1%	31,56	0,40%
сен 02	0,4%	31,63	0,22%
окт 02	1,1%	31,74	0,33%
ноя 02	1,6%	31,84	0,32%
дек 02	1,5%	31,78	-0,18%
январь 03	2,4%	31,82	0,12%

Источник: Госкомстат РФ, Банк России.

Развитие инфляционных процессов в российской экономике в посткризисный период характеризовалось резким возрастанием роли немонетарных факторов, связанных с регулированием (повышением) цен на тарифы и услуги естественных монополий для населения. В 2000 г. наблюдался наибольший разрыв в темпах роста сводного индекса потребительских цен и регулируемых государством цен и тарифов (электроэнергия, железнодорожные перевозки, связь и т.д.)<sup>1</sup>. Это становилось не разовым явлением, а долговременной тенденцией. Так, отраслевая структура ИПЦ показывает, что за два года (2001-2002) индекс цен на продовольственные товары вырос на 30%, на непродовольственные товары – на 25%, тогда как индекс цен на услуги увеличился на 86,5% (в том числе, индекс цен на услуги ЖКХ – на 133,3%). В то же время рост индекса цен производителей в 2001 и 2002 годах составил, соответственно, только 10,7% и 17,1%.

*В связи с этим заслуживает изучения вопрос о соотношении вклада монетарных и немонетарных факторов в темпы роста потребительских цен в посткризисные годы.* Соответствующее исследование было проведено в ИЭПП.<sup>2</sup>

Оценивание параметров коинтеграционного соотношения между индексами потребительских цен и денежной массы на месячных данных показало, что 1%

<sup>1</sup> См.: Российская экономика в 2000 году. Тенденции и перспективы. Вып. 22. М.: ИЭПП, 2001.

<sup>2</sup> Для оценки относительного вклада монетарных и немонетарных факторов в темпы инфляции в 1999–2002 гг. было построено коинтеграционное соотношение между накопленными индексами потребительских цен и номинальной денежной массы  $M_2$  (за единицу принят уровень на конец августа 1998 г.). Такая формулировка предполагает, что к числу немонетарных факторов относятся все составляющие инфляции помимо собственно роста денежного предложения, то есть повышение регулируемых цен и тарифов, изменения спроса на реальные кассовые остатки и инфляционных ожиданий. Оба ряда (индекса цен и денежной массы) являются интегрированными рядами первого порядка. Тест на коинтеграцию Йохансена свидетельствует в пользу гипотезы о наличии одного коинтеграционного соотношения между рассматриваемыми переменными (с учетом линейного тренда). Оцениваемое соотношение имеет вид:  $P_t = \alpha M_2 + \beta Trend$ , где  $P$  – накопленный индекс потребительских цен ( $P = 1$  в августе 1998 года),  $M_2$  – номинальный объем денежной массы  $M_2$ ,  $Trend$  – линейный тренд,  $\alpha$  и  $\beta$  – коэффициенты регрессии.

прироста денежной массы  $M2^3$  приводит к приросту ИПЦ на 0,419% (стандартная ошибка – 0,081%). Декомпозиция прироста индекса потребительских цен с учетом рассчитанного вклада монетарных и немонетарных факторов в 1999–2002 гг. представлена в табл. 8.2.

Таблица 8.1

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

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

Источник: расчеты авторов.

Как видно из таблицы, сдерживающее влияние на инфляцию со стороны спроса на деньги наблюдалось лишь в 2000 г., обеспечив снижение ИПЦ на 3,6 п.п. по отношению к значению, рассчитанному на основе фактических темпов расширения денежного предложения в этом году. Все остальные годы ИПЦ рос быстрее, чем можно было бы предполагать, исходя из динамики денежного предложения.

Напомним, что еще в 1999 г. наблюдалась обратная ситуация, когда жесткая денежно-кредитная политика была ключевым фактором сдерживания инфляции в условиях падения спроса на рублевые кассовые остатки и при сохраняющихся высоких инфляционных ожиданиях после девальвации рубля в 1998 г. Позднее ее роль явно снизилась. Возможно это является следствием повышения тарифов и цен на услуги естественных монополий в рассматриваемые годы. Причем вклад этого фактора в итоговые значения инфляции составил около 30% (5,7 п.п.) в 2001 г. и около 43% (6,5 п.п.) в 2002 г.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что в настоящее время проведение последовательной денежно-кредитной политики само по себе не является достаточным для контроля над инфляционными процессами. Доля прироста цен, приходящаяся на действие немонетарных факторов (в первую очередь, повышение

<sup>3</sup> Выбор денежного агрегата  $M2$  сделан на основе результатов, полученных в работах ИЭПП: «Экономика переходного периода...» М.: ИЭПП, 1998; Дробышевский С., Козловская А. Внутренние аспекты

регулируемых цен) становится сопоставимой с долей монетарной составляющей. В этой связи возрастает значение координации политики Банка России с политикой Правительства РФ в области регулирования цен и тарифов на услуги естественных монополий, реформирования системы субсидирования цен на социальные услуги (ЖКХ, общественный транспорт), налоговой политики (в первую очередь, в части изменения и индексации косвенных налогов, например акцизов) и таможенной политики в отношении импорта (импортные пошлины).

## 8.2. Денежное предложение и спрос на деньги

Начиная со второй половины 1999 года, основным *источником* предложения денег в российской экономике был приток экспортной выручки, трансформирующийся через механизм обязательной продажи 75% выручки на бирже в рубли. Косвенным свидетельством того, что предложение валюты внутри страны значительно превышало спрос на нее с учетом всех внешнеэкономических операций, является рост золотовалютных резервов ЦБ РФ. За 2000 год золотовалютные резервы увеличились более чем в 2,2 раза, с 12,5 млрд. долларов США до 27,95 млрд. долларов США. Рост золотовалютных резервов и укрепление номинального обменного курса национальной валюты за счет увеличения положительного сальдо торгового баланса типичны для стран, испытавших столь серьезный валютный кризис, какой случился в России в августе – сентябре 1998 года<sup>4</sup>. Однако в России в 2000 году уровень реального обменного курса рубля был примерно в два раза (по отношению к доллару США) ниже уровня первой половины 1998 года. В таблице 8.3 приведена структура денежного предложения и золотовалютных резервов Банка России.

Таблица 8.3

### Структура денежного предложения и золотовалютных резервов Банка России

	Денежная база, млн. рублей	Темп роста денежной	Чистые внутренние активы, млн.	Чистые международные резервы, млрд. \$	Золото-валютные резервы,	Валютные резервы, млн. \$	Золото, млн. \$ (из расчета 300
--	----------------------------	---------------------	--------------------------------	--	--------------------------	---------------------------	---------------------------------

денежно-кредитной политики России. *Научные труды ИЭПП*, №45Р. М.: ИЭПП, 2002.

<sup>4</sup> См., например, Eichengreen, B., A. Rose, C. Wyplosz. «Exchange market mayhem. The antecedents and aftermath of speculative attacks», *Economic Policy*, October 1995, pp. 249 – 312. Для стабилизации рынка необходимо либо снизить предложение валюты (например, путем отмены обязательной продажи валюты на ММВБ), либо увеличить внутренний спрос на валюту (например, путем замены внешнего долга на внутренний, либо возвратом внешнего долга за счет профицита бюджета). Актуальность принятия решения о выборе политики по отношению к реальному курсу рубля сохраняется и в настоящее время.

		базы	руб.		млн. \$		\$/гр. унцию)
янв 00	297800	-3,15%	371073	-2,57	12948	8911	4035
фев 00	309200	3,83%	338377	-1,02	13657	9606	4051
мар 00	318900	3,14%	287644	1,10	15532	11456	4076
апр 00	349600	9,63%	249041	3,54	17091	13410	3682
май 00	365000	4,41%	192770	6,10	19570	15878	3692
июн 00	397200	8,82%	176956	7,85	20996	17685	3312
июл 00	417300	5,06%	125884	10,48	23302	19955	3347
авг 00	427600	2,47%	114259	11,29	23731	20289	3442
сен 00	437600	2,34%	80962	12,85	25007	21474	3533
окт 00	449000	2,61%	56720	14,10	25880	22290	3590
ноя 00	455200	1,38%	9729	16,00	27667	24035	3632
дек 00	519600	14,15%	67127	16,07	27972	24264	3708
янв 01	486400	-6,39%	93388	13,85	29638	25888	3749
фев 01	493500	1,46%	45446	15,60	28345	24591	3754
мар 01	499600	1,24%	-3826	17,52	29709	25942	3767
апр 01	531100	6,31%	-26282	19,33	31650	27868	3782
май 01	550100	3,58%	-69871	21,31	33550	29749	3801
июн 01	583100	6,00%	-84656	22,97	35053	31251	3801
июл 01	609600	4,54%	-104523	24,40	36502	32694	3807
авг 01	621600	1,97%	-121711	25,31	37493	33686	3807
сен 01	649800	4,54%	-107925	25,78	37957	34044	3913
окт 01	663500	2,11%	-141689	27,11	38002	34016	3986
ноя 01	651300	-1,84%	-151243	26,81	37288	33277	4011
дек 01	708500	8,78%	-43534	24,95	36622	32542	4080
янв 02	668200	-5,69%	-94811	24,87	36408	32317	4091
фев 02	680000	1,77%	-97516	25,13	36860	32768	4092
мар 02	683100	0,46%	-119573	25,79	37295	33179	4116
апр 02	749200	9,68%	-161798	29,20	39155	35024	4131
май 02	743900	-0,71%	-276965	32,61	42227	38496	3731
июн 02	788900	6,05%	-274663	33,82	43579	39848	3731
июл 02	817100	3,57%	-284337	35,03	43294	39564	3731
авг 02	828900	1,44%	-309840	36,07	44327	40596	3731
сен 02	829100	0,02%	-380511	38,24	45619	41887	3732
окт 02	838400	1,12%	-398601	38,97	46767	43034	3733
ноя 02	849300	1,30%	-448485	40,76	48205	44470	3735
дек 02	940300	10,71%	-346187	40,48	47793	44054	3739
янв 03	879100	-6,51%	-440645	41,47	49274	45534	3740

Источник: Банк России, Russian Economic Trends.

Остатки на корреспондентских и депозитных счетах коммерческих банков в Банке России, т.е. свободные ликвидные средства, не используемые банками для проведения доходных активных операций (в том числе, средства для обслуживания текущих платежей клиентов)<sup>5</sup> в 1999–2000 годах стали основной формой прироста денежной базы. Суммарная доля двух названных составляющих денежной базы в 1999–

<sup>5</sup> Депозитные операции с ЦБ РФ также отнесены в категорию недоходных операций, так как процент по ним установлен на уровне ниже рыночного.

2000 годах была на уровне 30–35%, тогда как в 1997–1998 годах она не превышала 15–20%.

Указанная тенденция является следствием нескольких процессов, наблюдаемых в денежной сфере. Во-первых, часть роста остатков на корреспондентских счетах может объясняться потребностью банков в увеличении объема свободных средств, обслуживающих текущие платежи клиентов. С учетом изменения уровня цен в 1998–2000 годах и увеличения доли денежных расчетов между предприятиями и в отношениях с бюджетами всех уровней, объем остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ в 2000 году лишь незначительно превышал в реальном выражении уровень первой половины 1998 года.

Во-вторых, отсутствие безрисковых финансовых инструментов, низкая привлекательность существующих финансовых рынков ограничивали возможности проведения коммерческими банками активных операций. Депозиты в ЦБ РФ в таких условиях выполняют, фактически, роль финансовых инвестиций, хотя и приносят низкий процент. В то же время деньги остаются внутри банковской системы и не используются, например, для кредитования реального сектора экономики. При этом не следует забывать, что в реальном секторе сохранялись чрезвычайно высокие риски при долгосрочном кредитовании предприятий из-за неэффективной системы информента и низкой финансовой дисциплины.

Снижение денежного мультипликатора началось еще до кризиса, в марте 1998 года, и такая тенденция сохранялась на протяжении 1999–2000 годов. В середине 2000 году мультипликатор резервных денег опустился до 1,4–1,5 (против 1,95 в феврале 1998 года и 1,75 в сентябре 1998 года). Однако с конца лета 2000 года начался достаточно быстрый рост мультипликатора до 1,7–1,75, что соответствовало уровню сентября–октября 1998 года. Рост сохранялся на протяжении почти года, когда в конце лета 2002 г. значения мультипликатора опустились до 1,65–1,67, после чего данный показатель оставался стабильным. По нашему мнению, это объясняется достижением предельного уровня монетизации экономики при текущем состоянии финансовых рынков и банковской системы. Несмотря на рост кредитования экономики банками, цепочки мультипликации денег оставались достаточно короткими.



Источники: ЦБ РФ, расчеты авторов.

Отсутствие реально действующих процентных ставок в экономике и рационализация кредита означали отсутствие процентного и кредитного каналов денежной трансмиссии (т.е. механизмов, через которые денежно-кредитная политика влияет на ситуацию в реальном секторе) в экономике<sup>6</sup>. Единственным работающим механизмом денежной трансмиссии оставался, как указывалось выше, курсовой канал, связанный с притоком денег в страну на счета предприятий-экспортеров и их продажу (в первую очередь, обязательной части) на внутреннем валютном рынке Банку России.

Однако расширение денежного предложения за счет покупки Центральным банком валюты оказывает, скорее, негативное воздействие на реальный сектор экономики. Денежная экспансия вызывает ускорение инфляционных процессов. В ситуации, когда номинальный курс рубля сохраняется постоянным за счет высокого предложения валюты на рынке, рост внутренних цен ведет к росту реального курса рубля и, при некоторых условиях, – к снижению чистого экспорта. Следовательно, перед Правительством и Центральным банком встает задача ограничения предложения

<sup>6</sup> Аналогичная ситуация наблюдалась во многих странах, испытавших «кризисы-близнецы» – валютный и банковский (см. Garcia-Herrero, A. (1997) 'Monetary impact of a banking crises and the conduct of monetary policy', *IMF Working paper*, 97/124).

валюты на рынке, либо создание дополнительных (но не связанных со спекулятивным поведением экономических агентов) каналов спроса на валюту. В частности, нужно быть готовыми к ограничению притока иностранного краткосрочного капитала (который не увеличивает объем инвестиций внутри страны, а направляется, преимущественно, на финансовые рынки), а также к стерилизации части поступлений экспортной выручки<sup>7</sup>.

Таким образом, во второй половине 1999–2000 годов российский финансовый сектор и денежные власти столкнулись с проблемой так называемой «избыточной ликвидности». Как мы уже отмечали, основным источником предложения денег в этот период являлся приток экспортной выручки. Поскольку объем импорта был относительно мал, обязательная продажа валютной выручки означала значительную рублевую эмиссию, которая не компенсировалась покупками валюты под импортные контракты<sup>8</sup>.

Безусловно, для корректной оценки нестерилизованной эмиссии за счет операций Банка России на валютном рынке необходимо учитывать и движения по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. Однако для оценки эмиссии в первую очередь представляет интерес объем валюты, проданный на бирже в рамках обязательной продажи по экспортным контрактам. Косвенным свидетельством того, что предложение валюты внутри страны значительно превышало спрос на нее с учетом всех внешнеэкономических операций является рост золотовалютных резервов ЦБ РФ.

В качестве возможных инструментов решения проблемы «избыточной ликвидности», использовавшихся Банком России в 2001–2002 годах, можно назвать, во-первых, накопление средств на бюджетных счетах органов государственного управления и, во-вторых, – стимулирование спроса на иностранную валюту через отрицательные реальные ставки на большинство рублевых финансовых активов (данный фактор действовал, в основном, в 2001 году).

---

<sup>7</sup> Опыт Венгрии показывает, что попытка стерилизации притока капитала за счет операций на открытом рынке или иных инструментов денежно-кредитной политики приводит к избыточному ужесточению денежно-кредитной политики, что создает угрозу для роста реального сектора (см. Siklos, P. «Capital flows in a transitional economy and the sterilization dilemma: The Hungarian experience, 1992-1997», *Policy Reform*, 2000, pp. 301-326).

<sup>8</sup> Мы не учитываем здесь покупку экономическими агентами валюты для осуществления прочих текущих и капитальных операций, поскольку к этим случаям не относится требование по приобретению валюты на валютных биржах, и ЦБ РФ, формально, не обязан осуществлять рублевые интервенции. Поэтому мы оцениваем объем эмиссии по результатам только биржевых торгов.



В частности, объем средств на счетах расширенного правительства в Центральном банке РФ к началу ноября 2001 года (момент, когда отношение объема средств к денежной базе имело максимальное значение) достиг 409,5 млрд. рублей, увеличившись по сравнению с началом года на 70,3%. Другими словами, денежные средства, выведенные из экономики через налоги, достигают 47–48% от общего объема резервных денег. Очевидно, что для достижения стабильности в денежной сфере необходима, по крайней мере, координация действий между денежными и фискальными властями. В противном случае, выпуск на рынок (например, через осуществление непроцентных бюджетных расходов) значительных объемов денежных средств может иметь серьезные инфляционные последствия и поставить под сомнение стабильность курса рубля. В то же время, необходимо отметить, что действующее Правительство РФ сохраняет приверженность жесткой бюджетной политике, используя средства для покупки валюты для осуществления выплат по внешнему долгу напрямую у Банка России (о чем свидетельствуют колебания золотовалютных резервов), и, таким образом, предотвращает шоки на денежном и валютном рынках. В таком виде средства на бюджетных счетах аналогичны накоплениям в своего рода стабилизационном фонде, но хранятся на счету в национальной валюте и, следовательно, не приносят прибыли и не защищены от инфляционных и курсовых рисков.

Другим нетрадиционным инструментом стерилизации избыточной эмиссии, вызванной покупкой ЦБ РФ валюты на рынке, стало стимулирование спроса коммерческих банков на валюту через поддержание отрицательных процентных ставок на ликвидные финансовые активы в национальной валюте. Так, доходность по государственным облигациям (ГКО и ОФЗ) на протяжении 2001–2002 годов колебалась в пределах 13–17% годовых, ставки на межбанковском рынке и по депозитам в ЦБ РФ опускались до 2–5% годовых. Очевидно, что при текущих темпах инфляции (15–18% в год) вложения в иностранные активы представлялись более выгодными даже с учетом роста реального курса рубля. Структуры активов банковской системы и иностранных активов банков свидетельствуют, что хотя суммарная доля иностранных активов оставалась практически постоянной (22–25%), все большая часть иностранных активов переводилась в остатки средств на текущих счетах и депозитах в иностранных банках. Иными словами, банки предпочитали просто хранить средства в иностранных банках под низкий процент (в валюте), чем вкладывать их в еще менее доходные рублевые активы.

В дополнение к двум отмеченным выше инструментам стерилизации денежного предложения (а, следовательно, и сдерживания темпов инфляции) в 2000–2003 годах следует назвать выполнение четкого графика отдачи внешних долгов РФ в полном объеме, т.е. создание устойчивого спроса на валюту со стороны Министерства финансов РФ, что позволяло ЦБ РФ корректировать объем денежной массы, продавая валюту для выплаты внешнего долга РФ. Данная мера также являлась одним из факторов, замедлявших реальное укрепление рубля.

Необходимо отметить также тот факт, что в посткризисный период усилились сезонные колебания денежного предложения, связанные с особенностями реализации бюджетной политики Министерством финансов РФ после вступления в силу Бюджетного кодекса РФ. В частности, проведение окончательных расчетов с бюджетополучателями в конце года вызывает (с учетом того, что средства бюджета хранятся на счетах Казначейства в Банке России и не входят в состав денежной базы) резкий рост денежного предложения, в первую очередь резервных денег, в декабре. В то же время в первом квартале, когда объем расходов федерального бюджета ниже средних месячных за год величин, происходит сокращение денежного предложения.

Кроме того, ускорение темпов роста денежной базы имело определенную сезонную цикличность, связанную с неравномерной нагрузкой платежей по внешнему долгу по месяцам года. Весной и осенью, когда Россия выплачивает основную часть платежей по долгу, ЦБ РФ накапливает валюту для кредитования или продажи Министерству финансов РФ, и темпы роста денежной базы увеличиваются.

В таблице 8.4 приведены данные о динамике денежных агрегатов и денежного мультипликатора в 2000–2002 годах.

Таблица 8.4

## Динамика денежных агрегатов и денежного мультипликатора в 2000–2002 годах

	М <sub>0</sub> , млн. рублей	Темп роста М <sub>0</sub>	Резервные деньги, млн. рублей	Темп роста резервных денег	Деньги (М <sub>1</sub> ), млн. руб.	Темп роста М <sub>1</sub>	М <sub>2</sub> , млн. рублей	Темп роста М <sub>2</sub>	Денежный мультипликатор (М <sub>2</sub> /Резервные деньги)	Широкие деньги, млн. рублей	Темп роста широких денег
янв 00	232852	-12,64%	430685	-2,06%	508059	-3,55%	695000	-1,38%	1,61	1000609	1,60%
фев 00	242046	3,95%	449397	4,34%	529876	4,29%	726600	4,55%	1,62	1064973	6,43%
мар 00	251531	3,92%	490950	9,25%	546439	3,13%	751400	3,41%	1,53	1090399	2,39%
апр 00	279064	10,95%	513775	4,65%	576378	5,48%	787900	4,86%	1,53	1123209	3,01%
май 00	289272	3,66%	558448	8,70%	611197	6,04%	831600	5,55%	1,49	1170283	4,19%
июн 00	321766	11,23%	602794	7,94%	662680	8,42%	892200	7,29%	1,48	1242847	6,20%
июл 00	334037	3,81%	654723	8,61%	692388	4,48%	931200	4,37%	1,42	1301733	4,74%
авг 00	341627	2,27%	648192	-1,00%	717950	3,69%	960100	3,10%	1,48	1327298	1,96%
сен 00	350935	2,72%	671075	3,53%	747446	4,11%	992400	3,36%	1,48	1388424	4,61%
окт 00	349669	-0,36%	662525	-1,27%	750662	0,43%	1001200	0,89%	1,51	1415933	1,98%
ноя 00	358351	2,48%	684170	3,27%	777139	3,53%	1036400	3,52%	1,51	1457340	2,92%
дек 00	419262	17,00%	739759	8,13%	879310	13,15%	1144300	10,41%	1,55	1559964	7,04%
янв 01	380127	-9,33%	683651	-7,58%	810517	-7,82%	1079300	-5,68%	1,58	1530759	-1,87%
фев 01	387959	2,06%	680176	-0,51%	829180	2,30%	1109700	2,82%	1,63	1615821	5,56%
мар 01	399395	2,95%	702471	3,28%	858381	3,52%	1149500	3,59%	1,64	1632338	1,02%
апр 01	435350	9,00%	717234	2,10%	918209	6,97%	1210000	5,26%	1,69	1683365	3,13%
май 01	438312	0,68%	741670	3,41%	938533	2,21%	1233700	1,96%	1,66	1729982	2,77%
июн 01	474692	8,30%	773646	4,31%	987901	5,26%	1294300	4,91%	1,67	1798660	3,97%
июл 01	490598	3,35%	784830	1,45%	1015090	2,75%	1330200	2,77%	1,69	1842328	2,43%
авг 01	507107	3,37%	808002	2,95%	1040765	2,53%	1365500	2,65%	1,69	1870368	1,52%
сен 01	530972	4,71%	838077	3,72%	1074933	3,28%	1414400	3,58%	1,69	1925529	2,95%
окт 01	531481	0,10%	863050	2,98%	1084385	0,88%	1441200	1,89%	1,67	1974658	2,55%
ноя 01	527287	-0,79%	836986	-3,02%	1058132	-2,42%	1439100	-0,15%	1,72	1984879	0,52%
дек 01	584328	10,82%	951294	13,66%	1192627	12,71%	1602600	11,36%	1,68	2122734	6,95%
янв 02	533408	-8,71%	863468	-9,23%	1079428	-9,49%	1502000	-6,28%	1,74	2056288	-3,13%

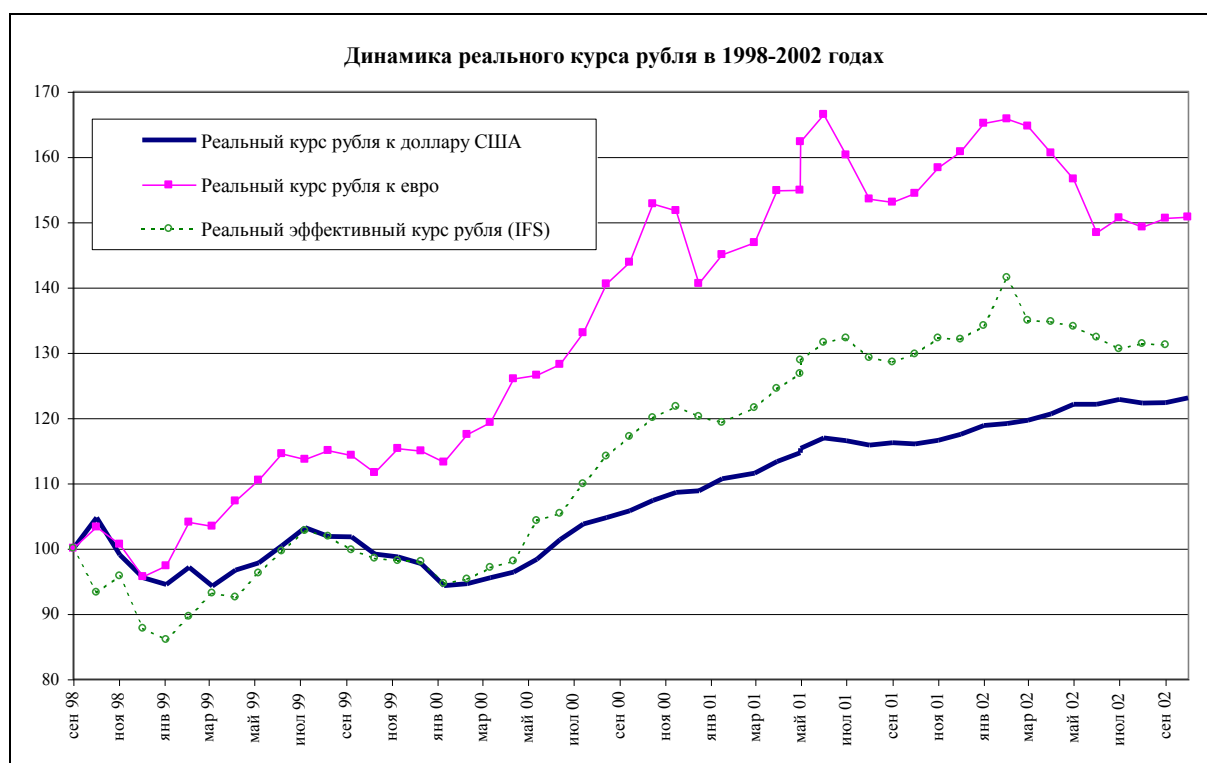
фев 02	543383	1,87%	871124	0,89%	1084641	0,48%	1522900	1,39%	1,75	2104978	2,37%
мар 02	552933	1,76%	890868	2,27%	1106330	2,00%	1562400	2,59%	1,75	2137693	1,55%
апр 02	610300	10,37%	941663	5,70%	1147512	3,72%	1621300	3,77%	1,72	2213473	3,54%
май 02	607467	-0,46%	1004586	6,68%	1204099	4,93%	1686000	3,99%	1,68	2288340	3,38%
июн 02	645934	6,33%	1049736	4,49%	1254509	4,19%	1751100	3,86%	1,67	2356786	2,99%
июл 02	659725	2,13%	1049998	0,02%	1268042	1,08%	1776100	1,43%	1,69	2403612	1,99%
авг 02	679044	2,93%	1098855	4,65%	1282091	1,11%	1812500	2,05%	1,65	2445212	1,73%
сен 02	672560	-0,95%	1104561	0,52%	1301652	1,53%	1846600	1,88%	1,67	2494691	2,02%
окт 02	675802	0,48%	1116991	1,13%	1313304	0,90%	1884600	2,06%	1,69	2538586	1,76%
ноя 02	690495	2,17%	1165265	4,32%	1337419	1,84%	1930000	2,41%	1,66	2602740	2,53%
дек 02	764407	10,70%	1262626	8,36%	1499166	12,09%	2119600	9,82%	1,68	2843572	9,25%
янв 03	710086	-7,11%	1173500	-7,06%	1396285	-6,86%	2026500	-4,39%	1,73	2778475	-2,29%

Источник: Банк России, расчеты авторов.

### 8.3. Валютное регулирование и валютный контроль

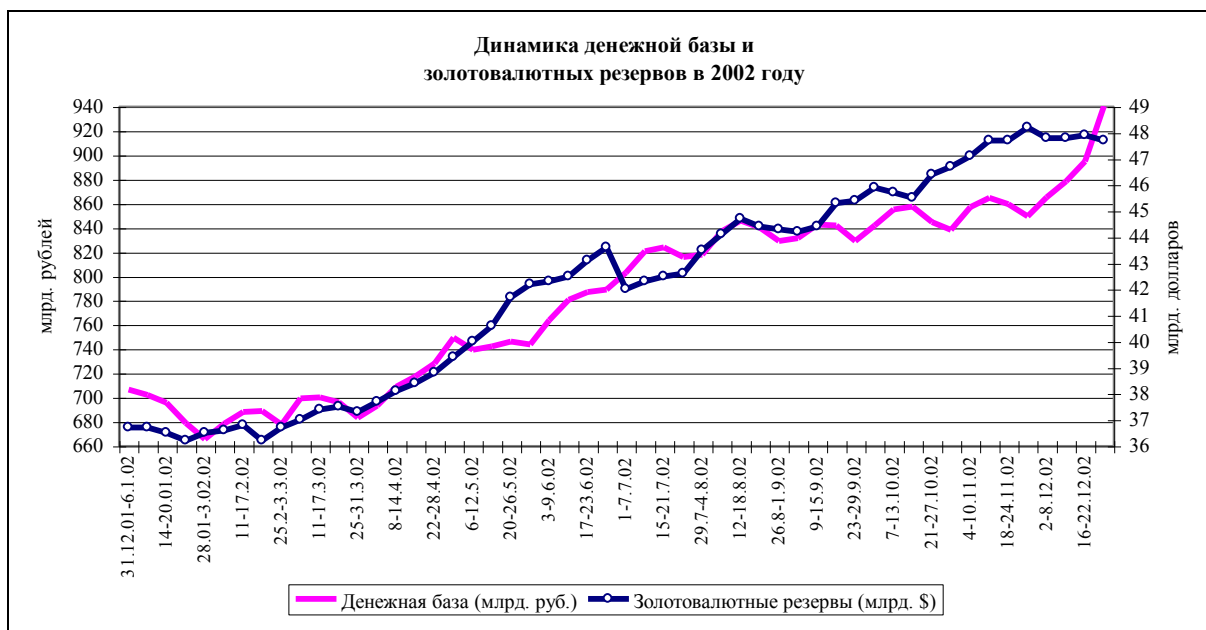
Динамика изменений номинального обменного курса рубля к доллару США оставалась плавной на протяжении второй половины 1999–2002 годов, при этом сохранялись умеренные темпы роста реального курса рубля. Несколько большей волатильностью характеризуется динамика курса рубля к евро, что было вызвано, в первую очередь, колебаниями курса единой европейской валюты к доллару США на мировых рынках.

Рисунок 8.2.



Источники: International Financial Statistics, расчеты авторов.

Рисунок 8.3



Источник: ЦБ РФ.

В области валютного регулирования и валютной политики в 1999–2000 году Банк России не предпринимал каких-либо действий, курс рубля к доллару США находился практически в свободном плавании, без активных интервенций, либо административных решений со стороны ЦБ РФ. Важные события произошли лишь в 2001 году. В частности, в сентябре этого года вступило в действие решение о снижении нормы обязательной продажи валютной выручки предприятий экспортеров с 75% до 50%. Кроме того, частные лица - резиденты РФ получили право осуществлять портфельные инвестиции за рубеж (на сумму до 75000 долларов США), был также введен уведомительный (в органах МНС РФ) порядок открытия счетов частными лицами в зарубежных банках.

Смена руководителя Банка России в марте 2002 г. (В.Геращенко был заменен С.Игнатьевым) оказала слабое влияние на динамику котировок доллара. Более того, после ухода В. Геращенко рубль сохранил некоторую тенденцию к номинальному укреплению. Круг основных инструментов денежно-кредитной политики оставался практически таким же узким, как и в предыдущие годы: интервенции на валютном рынке и накопление остатков на счетах федерального правительства в ЦБ РФ.

В сентябре 2002 г. были опубликованы Указания Банка России, устанавливающие новый порядок обязательной продажи части экспортной валютной выручки юридических лиц с 1 декабря 2002 г. В частности, этот документ предоставил право банкам осуществлять обязательную продажу иностранной валюты на

внебиржевом рынке.<sup>9</sup> Иными словами, значительная часть оборота валютного рынка выводилась из-под контроля Центрального банка РФ. Тем не менее, в динамике золотовалютных резервов сохранилась повышательная тенденция, и к концу 2002 г. объем золотовалютных резервов Банка России достиг 47,79 млрд долларов США. Доля золота в резервах не превышала 7,85%.

Осенью 2002 г. прояснились направления дальнейшей либерализации валютного законодательства. Проект новой редакции федерального закона «О валютном регулировании и валютном контроле»<sup>10</sup> предусматривал обязательную репатриацию валютной выручки в срок до 180 дней и возможность введения Банком России ограничений на проведение капитальных операций – так называемого режима счета (перечня разрешенных операций) и обязательного резервирования до 20% от суммы сделки на срок до одного года при ввозе валюты и до 100% на два месяца – при вывозе. За ЦБ РФ было также закреплено право требовать от резидентов предварительную регистрацию при открытии счетов в валюте за пределами России. Верхний предел норматива обязательной продажи валютной выручки установлен на уровне 30%. Все ограничения, кроме 100%-ной репатриации, предполагается отменить с 1 января 2007 г.

Таким образом, ситуацию в области проведения денежно-кредитной и курсовой политики в России в последние годы можно охарактеризовать как стабильную и внушающую определенный оптимизм. В качестве основных целей в среднесрочной перспективе (до 2007–2010 годов) следует назвать:

- полный переход к инфляционному таргетированию и снижение уровня инфляции до 5–7% в год;
- повышение уровня монетизации ВВП, в т.ч. за счет развития внутреннего финансового рынка;
- ослабление зависимости инфляционных ожиданий от динамики курса рубля к доллару США;
- достижение полной конвертируемости рубля как по текущим, так и по капитальным операциям;

---

<sup>9</sup> Совет директоров Банка России 23.08.2002 г. принял решение о том, что обязательная продажа части экспортной валютной выручки юридических лиц осуществляется через уполномоченные банки на межбанковских валютных биржах, непосредственно Центральному банку Российской Федерации, на внебиржевом межбанковском валютном рынке либо обслуживающему резидента уполномоченному банку.

<sup>10</sup> Принят в первом чтении Государственной Думой РФ 14 марта 2003 года.

- обеспечение стабильности и независимости внутренней денежно-кредитной политики в условиях внешних конъюнктурных шоков.

Для достижения поставленных целей Центральному банку и Правительству РФ необходимо решить ряд первоочередных задач.

1. Переход к явному инфляционному таргетированию, включающий в себя ежегодное объявление целевого значения полной и базовой (без учета изменений в регулируемых ценах и налогообложении) инфляции, а также разработку официального прогноза инфляции денежными властями на весь период (на 5 лет). Принятие мер по координации политики Банка России с политикой Правительства РФ в области регулирования цен и тарифов на услуги естественных монополий, реформирования субсидирования социальных услуг, налоговой и таможенной политики.

2. Обеспечение полной стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке за счет развития системы прямых и косвенных инструментов денежно-кредитной политики. К числу первых следует отнести расширение операций на открытом рынке ценных бумаг: продажа/покупка государственных ценных бумаг, в том числе из пакета ЦБ РФ, операции модифицированного репо (включая удлинение их временной структуры), покупка/продажа корпоративных облигаций. К косвенным операциям следует отнести создание стабилизационного фонда, снижение норматива обязательной продажи экспортной выручки, меры капитального контроля (см. ниже).

3. Курсообразующая политика Банка России должна быть направлена на привязку курса рубля не только к доллару США, но к корзине ведущих свободно конвертируемых валют (доллар США, евро, йена, фунт стерлингов). Данная политика должна включать в себя формирование на внутреннем валютном рынке торговых площадок с полным набором котировок всех указанных валют (спот-рынок, рынок срочных контрактов), выравнивание комиссий и издержек при осуществлении текущих и капитальных операций независимо от валюты операции.

4. Принятие новой редакции федерального закона «О валютном регулировании и валютном контроле», предусматривающей отмену большинства ограничений по капитальным операциям с 1 января 2007 года. Вместе с тем, должна быть сформирована система капитального контроля, обеспечивающая защиту внутреннего валютного рынка и независимость внутренней денежно-кредитной политики от внешних шоков. В частности, создание стабилизационного фонда позволит нейтрализовать влияние на внутренний валютный рынок колебаний мировых цен на сырьевых рынках и, следовательно, шоки счета текущих операций. Для защиты от



шоков на мировых финансовых рынках и стабилизации счета капитальных операций необходимо создание системы не вознаграждаемого обязательного резервирования по отдельным видам притока капитала (краткосрочные портфельные инвестиции).

5. Создание системы страхования банковских вкладов, позволяющее Банку России снизить нормативы обязательного резервирования по вкладам в коммерческих банках, что создаст возможность для коммерческих банков повысить ставки по депозитам. Таким образом, произойдет расширение ресурсной базы банковского сектора. Росту монетизации ВВП может также способствовать начало операций Банка России с корпоративными долговыми ценными бумагами и смягчение ограничений для управляющих компаний по инвестированию пенсионных средств в частные ценные бумаги (облигации и акции).

Вместе с тем, в среднесрочной перспективе (до 5 лет) желательно добиваться постепенного повышения реального курса рубля. Во-первых, к 2005 году будет пройден период, на который приходится пиковый объем платежей по внешнему долгу, и объемы привлечения валютных поступлений для потребностей государства снизятся. Снижение спроса на валюту при устойчивом положительном сальдо торгового баланса снимет ограничения на укрепление рубля. Во-вторых, ожидаемый экономический рост будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности России и ускорению движения в сторону положительного сальдо платежного баланса. В-третьих, по мере подъема промышленного производства жизненно важно постепенно ослаблять барьеры входа на российский рынок, стимулируя обновление оборудования и технологий, повышающих конкурентоспособность российской промышленности.

Переходя к перспективам долгосрочного роста российской экономики, основанного на импортозамещении, необходимо остановиться еще на одном аспекте, связанном с соотношением эластичностей экспорта и импорта по доходу. Как было показано П.Кругманом<sup>11</sup>, при таком соотношении между указанными эластичностями, какое наблюдается в настоящее время в России (низкая – для экспорта, высокая – для импорта), устойчивый долговременный рост национальной экономики возможен только при периодической девальвации валюты, уравнивающей платежный баланс.<sup>12</sup> В этих условиях для поддержания темпов внутреннего экономического роста

---

<sup>11</sup> Krugman, P. (1989) 'Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates', *European Economic Review*, 33, pp. 1031–1054.

<sup>12</sup> Пределы сырьевого экспорта ограничены относительно неэластичным по цене спросом на топливо и слабой возможностью влиять на мировые цены на нефть газ. В то же время, по мере повышения уровня жизни населения спрос на импортные товары, имеющие более высокое качество по сравнению с отечественными субститутами, повышается. Таким образом, происходит ухудшение торгового баланса.

и положительного сальдо торгового баланса правительство страны вынуждено периодически девальвировать национальную валюту либо принимать меры, стимулирующие диверсификацию экономики и экспорта.

#### 8.4 Состояние платежного баланса

Как было показано выше, состояние платежного баланса РФ в посткризисный период оказывало ключевое влияние на денежной сфере, колебания инфляции и изменения курса рубля. Рассматривая состояние российского платежного баланса после финансового кризиса 1998 года, необходимо обратить внимание на то обстоятельство, что в 1999 году, несмотря на устойчивую отрицательную величину сальдо доходов по капитальным операциям, сальдо платежного баланса по текущим операциям оставалось устойчиво положительным — в I–III кварталах 1999 года величина текущего сальдо всегда превышала 5 млрд. долл., а в IV квартале 1999 года сальдо платежного баланса по текущим операциям превысило 6 млрд. долл. Такое положение было обусловлено ростом положительного сальдо торгового баланса, которое находилось в интервале 4–10 млрд. долл. в квартал. Причем это было достигнуто исключительно за счет снижения объемов импорта в Россию, т.к. квартальная величина экспорта достигла среднего уровня 1998 года (18 млрд. долл.) только в третьем квартале 1999 года.

Рост экспорта в IV квартале 1998 года был обусловлен прежде всего его возросшей эффективностью в результате девальвации, которая по инерции продолжала оказывать положительное влияние на торговое сальдо (падение импорта) и в первом квартале 1999 года. Во втором квартале наблюдалось некоторое укрепление реального курса рубля, что повлекло за собой увеличение объемов импорта. Этот фактор, несмотря на увеличение экспорта вследствие начавшегося роста мировых цен на нефть стал, по нашему мнению, причиной падения величины торгового сальдо во втором квартале. Начиная с третьего квартала, торговое сальдо стало, как и прежде, определяться динамикой мировых цен на нефть и цветные металлы. Из рисунка 8.4 хорошо видно, что значительный рост цен на нефть привел к росту положительного сальдо торгового баланса в III квартале 1999 года.

Благоприятная ситуация со счетом текущих операций использовалась для погашения дефицита по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами.

---

Если данный процесс накладывается на ухудшение условий торговли страны и усиление оттока капитала, вызванного ростом странового риска, результатом становится кризис в экономике, что мы наблюдали в 1998 году.

Сальдо по этому счету устойчиво принимает отрицательные значения, начиная с четвертого квартала 1998 года. На фоне сокращения сальдо по счетам прямых и портфельных инвестиций происходило увеличение российских активов за рубежом (прирост просроченной задолженности, остатков средств на текущих счетах и депозитах резидентов за рубежом, прирост своевременно не поступившей в страну экспортной выручки). Величина иностранных пассивов в России в течение IV квартала 1998 года – III квартала 1999 года незначительно снижалась. Происходило это главным образом вследствие необходимости погашения накопленной задолженности при отсутствии возможностей по привлечению новых заимствований. В этих условиях сохранить положительное сальдо по привлеченным ссудам и займам удавалось только за счет прироста просроченной задолженности государственного сектора.

Если мы рассмотрим аналитический разрез платежного баланса России, то увидим, что с ростом сальдо по текущим операциям происходил рост общего сальдо платежного баланса (т.е. сальдо без учета резервных активов и операций государственного сектора по привлечению новых займов). В конце 1998 – первой половине 1999 года общий дефицит платежного баланса был профинансирован за счет снижения резервных активов, а также наращивания просроченной задолженности и перенесения сроков платежей в государственном секторе. В третьем квартале 1999 года увеличение сальдо по текущим операциям, а также получение очередного транша кредита МВФ, позволило Правительству РФ снизить величину просроченной задолженности, а даже в некоторой степени нарастить резервные активы.

В 2000 году значения ключевых статей платежного баланса продолжали изменяться в направлении, которое было характерно для 1999 года, – продолжился рост сальдо платежного баланса по текущим операциям с соответствующим увеличением дефицита по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. Величина положительного сальдо по счету текущих операций в течение 2000 года в среднем в 2 раза превышала аналогичные значения для 1999 года, кроме четвертого квартала.

Анализ тенденций изменения сальдо платежного баланса по различным его компонентам в 2000 году, показывает, что за счет больших значений положительного сальдо торгового баланса происходило финансирование изменений всех остальных компонентов – отрицательного сальдо по балансу услуг труда и капитала (выплата заработной платы нерезидентам и обслуживание долговых обязательств), выплаты капитальных трансфертов нерезидентам, осуществления портфельных инвестиций за

границу, увеличения зарубежных активов российских резидентов и осуществления платежей для уменьшения обязательств российских резидентов перед нерезидентами. При этом обращает на себя внимание необычно высокий приток капитальных трансфертов от нерезидентов в Россию в третьем квартале 2000 года: в отличие от предыдущих лет, когда капитальные трансферты резидентам составляли от 200 до 600 млн. долл. в квартал, сумма указанных трансфертов в июле-сентябре 2000 года составила свыше 11 млрд. долл. По данным Банка России, такой показатель был результатом отражения в платежном балансе операции по безвозмездному списанию части внешнего долга России в связи с реструктуризацией задолженности РФ перед Лондонским клубом<sup>13</sup> (ранее, в 1997 году, результаты подобной операции по реструктуризации задолженности России перед странами – членами Лондонского клуба были отражены по статье "Портфельные инвестиции").

Тенденции ключевых статей платежного баланса в 2001 году претерпели значительные изменения по сравнению с 1999 и 2000 годами. Прежде всего, прекратился рост сальдо платежного баланса по текущим операциям с соответствующим увеличением дефицита по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. В целом за весь год сальдо платежного баланса по текущим операциям сократилось практически в два раза: если в первом квартале величина данного показателя составляла свыше 12,0 млрд. долл., то, по оценкам Банка России, сальдо платежного баланса по текущим операциям за четвертый квартал 2001 года составило лишь 6,3 млрд. долл.

Несмотря на снижение значений положительного сальдо торгового баланса, увеличение валютных активов резидентов в 2001 году происходило в основном за счет превышения экспорта товаров над импортом. Другими словами, именно за счет положительного сальдо торгового баланса происходило финансирование всех выплат нерезидентам по операциям, не связанным с экспортом и импортом товаров, а также изменений зарубежных активов и обязательств резидентов. Речь идет, прежде всего, о финансировании отрицательного сальдо по балансу услуг труда и капитала (выплата заработной платы нерезидентам и обслуживание долговых обязательств), осуществлении портфельных инвестиций за границу, увеличении зарубежных активов российских резидентов, а также осуществлении платежей для уменьшения обязательств российских резидентов перед нерезидентами. При этом следует обратить внимание на отток капитальных трансфертов нерезидентам из России в третьем квартале 2001 года:

---

<sup>13</sup> См. Вестник Банка России, №13-14, 2001 год, стр. 5

в отличие от предыдущих кварталов, когда капитальные трансферты нерезидентам составляли от 200 до 600 млн. долл. в квартал, сальдо указанных трансфертов в июле-сентябре 2001 года составило 10,3 млрд. долл. Аналогично тому, что произошло в предшествующем году, по данным Банка России, такая сумма капитальных трансфертов стала итогом нерегулярной операции по безвозмездному списанию (прощению) части внешней задолженности беднейших стран мира перед Россией по активам бывшего СССР в рамках Парижского клуба кредиторов на сумму 9,9 млрд. долларов. Указанная сумма представляет собой накопительный итог длительного переговорного процесса, нашедшего окончательное учетно-статистическое оформление в III квартале 2001 года<sup>14</sup>.

В 2002 году произошло некоторое изменение в тенденции снижения сальдо платежного баланса по текущим операциям, которая начала проявляться годом ранее. Так, с первого квартала был зафиксирован рост сальдо платежного баланса по текущим операциям. Если в целом за 2001 год указанное сальдо сократилось практически в два раза, то в 2002 году сальдо по счету текущих операций возросло с 6,9 млрд. долл. в первом квартале до 9,3 млрд. долл. по итогам четвертого квартала. Как и прежде, основным фактором, определяющим величину сальдо по текущим операциям, был торговый баланс, сальдо которого, в свою очередь, в решающей степени определялось движением цен на энергоносители и прочие важнейшие товары российского экспорта на мировых рынках. Из данных, представленных на рисунке 8.4, видно, что связь между мировыми ценами на нефть и сальдо торгового баланса России, наблюдавшаяся в 1995-2001 годах, проявлялась и в течение 2002 года<sup>15</sup>.

Следует отметить, что рост сальдо торгового баланса в I-III кварталах 2002 года происходил за счет роста объемов российского экспорта, в то время как стоимость импорта в Российскую Федерацию также увеличивалась, хотя и меньшими темпами. Однако в IV квартале 2002 года темпы роста импорта превысили темпы роста российского экспорта. Так, величина торгового баланса России в IV квартале 2002 года составила 10,3 млрд. долл., при этом экспорт товаров увеличился с 32,6 млрд. долл. в III

<sup>14</sup> См. "Вестник Банка России", №7-8 (585-586), 4 февраля 2002

<sup>15</sup> Оценки, проведенные для 1993-2002 гг. в ежеквартальном разрезе, показали существование статистически значимой зависимости сальдо торгового баланса РФ (*TB*) от индекса мировых цен на нефть (*P*) при *dummy*-переменной, равной 1 для третьего и четвертого кварталов 1998 года, когда решающее влияние на торговый баланс РФ оказывали иные факторы

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

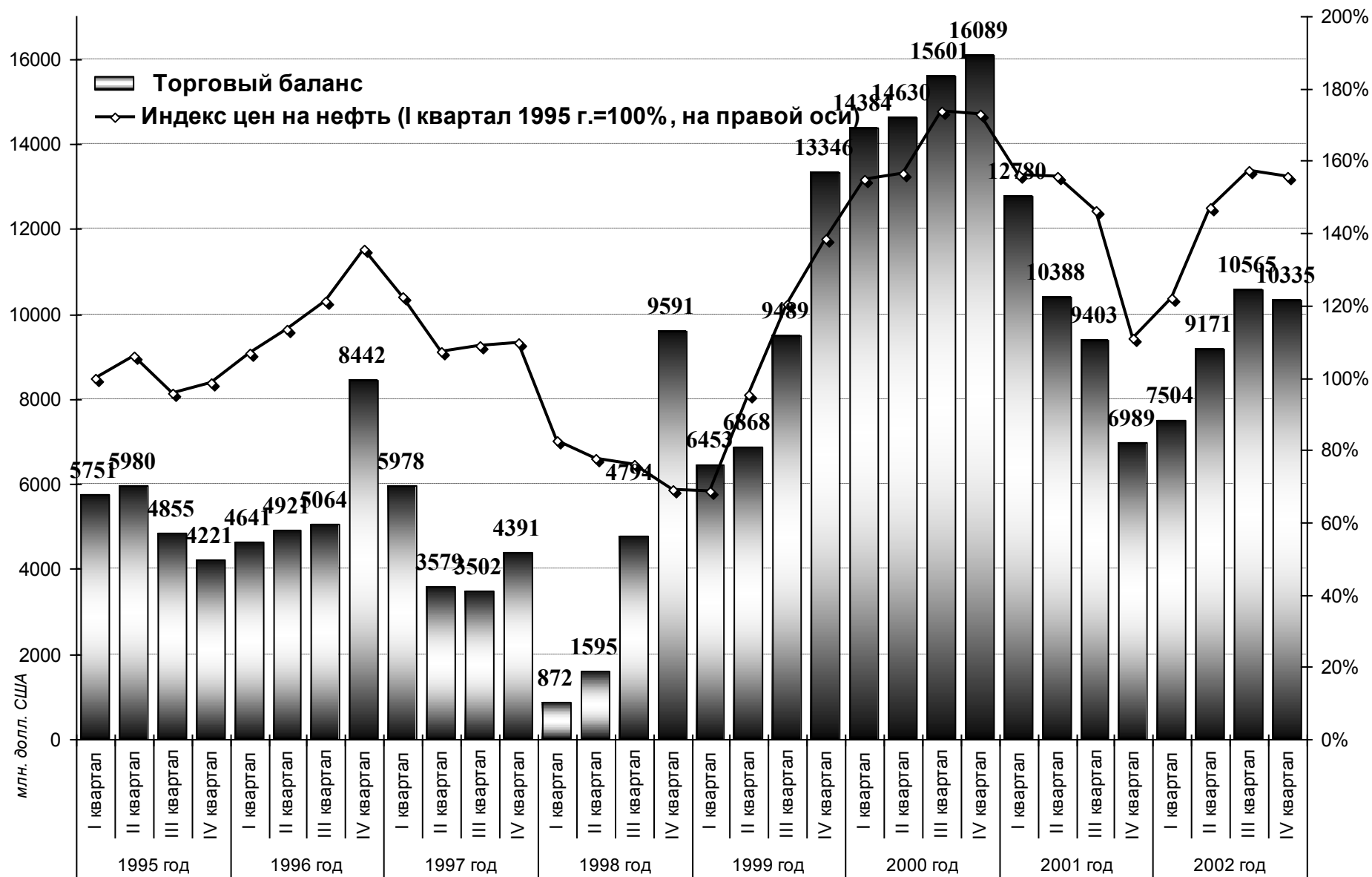
(-5,1)      (10,0)      (3,5)

$R^2 = 0,78$

квартале до 34,1 млрд. долл. в четвертом, а импорт вырос с 22,1 млрд. долл. до 23,8 млрд. долл. (т.е. почти на 20%).

Помимо сокращения сальдо торгового баланса, в течение 2002 года существенное влияние на состояние сальдо платежного баланса по текущим операциям оказывали также значения сальдо по статье "Нефакторные услуги", отрицательное значение которого (т.е. превышение импорта услуг над экспортом) было характерно для всего этого периода.

**Торговый баланс РФ и индекс мировых цен на нефть в 1995 – III квартале 2002 года**





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

Несмотря на снижение значений положительного сальдо торгового баланса, валютные активы резидентов в 2002 году увеличивались в основном за счет превышения экспорта товаров над импортом. Другими словами, именно за счет положительного сальдо торгового баланса происходило финансирование всех выплат нерезидентам по операциям, не связанных с экспортом и импортом товаров, а также изменений зарубежных активов и обязательств резидентов. Если рассматривать совокупные показатели платежного баланса России в 2002 году, то ситуацию с балансом российских активов и обязательств можно описать следующим образом: за счет торговых операций с нерезидентами российские валютные активы увеличились на 45,3 млрд. долл. (т.е. на величину положительного сальдо торгового баланса в январе-декабре 2002 года). Кроме этого, источниками пополнения российских зарубежных активов были прямые инвестиции в Россию, привлечение портфельных инвестиций нефинансовыми предприятиями, привлечение заемных средств органами государственного управления и под их гарантию, а также привлечение российскими банками и нефинансовыми предприятиями ссуд, депозитов и займов.

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

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

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

В связи с увеличением российских активов за рубежом следует упомянуть *проблему утечки капитала* из России. Как известно, часть средств резидентов, находящихся за рубежом в таких видах активов, как просроченная задолженность и своевременно не поступившая экспортная выручка и не погашенные импортные авансы, а также часть ресурсов, отражаемых в такой статье платежного баланса, как «Чистые ошибки и пропуски», может характеризовать неучтенный вывоз капитала из страны. Причем можно предположить, что если сальдо по указанным статьям принимает устойчиво отрицательные значения в течение продолжительного времени, то его динамика может в какой-то степени характеризовать динамику неучтенного вывоза капитала из России. В 2002 году, если судить по перечисленным показателям, неучтенный вывоз капитала из страны практически не изменился – если в 2001 году сумма по статье «чистые ошибки и пропуски» составила –8,5 млрд. долл., то по итогам 2002 года этот показатель достиг –8,7 млрд. долл. Несколько иная картина складывается при анализе суммы чистых ошибок и пропусков, просроченной задолженности и непоступившей экспортной выручки: этот показатель за 2002 год оценивается на уровне –9,9 млрд. долл., в то время как в предшествующем году данная сумма составляла –19,1 млрд. долл. Другими словами, если судить по последнему показателю, то неучтенный отток капитала из страны несколько вырос. В связи с данными оценками следует подчеркнуть, что, во-первых, анализируемые показатели могут рассматриваться лишь как косвенные индикаторы динамики, а не абсолютных

объемов нелегальной утечки капитала, а во-вторых, – увеличение как просроченной задолженности, так и чистых ошибок и пропусков, могло произойти вследствие резко возросшей стоимости экспорта, которая вполне естественно могла повлечь за собой пропорциональный рост задолженности по возврату экспортной выручки и рост статистических отклонений при расчете основных показателей платежного баланса.

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

Таблица 8.5

## Платежный баланс России в 1998 – 2000 годах (млн. долл. США)

	1998 год				1999 год				2000 год			
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
<b>Счет текущих операций</b>	-1569	-3673	777	6110	4424	4209	5650	10765	11901	10941	10552	12921
<i>Товары и нефакторные услуги</i>	-174	296	4130	9407	5558	5930	8362	12133	12832	12564	13397	14192
<i>Товары (торговый баланс)</i>	872	1595	4794	9591	6453	6868	9489	13346	14384	14630	15601	16089
Экспорт товаров	18558	18835	18093	19314	15564	16976	18973	24179	24364	25009	26728	29464
Импорт товаров	-17686	-17240	-13299	-9723	-9111	-10108	-9484	-10833	-9980	-10379	-11127	-13375
поправка на неэкв. бартер												
<i>Нефакторные услуги</i>	-1046	-1299	-664	-184	-895	-938	-1127	-1213	-1552	-2066	-2204	-1897
Экспорт	2904	3329	3691	3012	1771	2283	2618	2382	1809	2348	2925	2550
Импорт	-3950	-4628	-4355	-3196	-2666	-3221	-3745	-3595	-3361	-4414	-5129	-4447
<b>Баланс услуг труда и капитала (баланс доходов)</b>	-1243	-3807	-3311	-3239	-1085	-1798	-2918	-1673	-992	-1717	-2804	-1226
<i>Экспорт услуг</i>	2477	835	585	404	2277	721	421	463	2510	718	713	811
труда	51	74	82	94	102	111	111	102	103	116	129	152
капитала	2426	761	503	310	2175	610	310	361	2407	602	584	659
<i>Импорт услуг</i>	-3720	-4642	-3896	-3643	-3362	-2519	-3339	-2136	-3502	-2435	-3517	-2037
труда	-141	-145	-114	-65	-45	-53	-62	-45	-48	-57	-61	-67
капитала	-3579	-4497	-3782	-3578	-3317	-2466	-3277	-2091	-3454	-2378	-3456	-1970
<b>Текущие трансферты</b>	-152	-162	-42	-58	-49	77	206	305	61	94	-41	-45
Полученные	69	71	54	76	52	220	330	426	220	251	153	183
Выплаченные	-221	-233	-96	-134	-101	-143	-124	-121	-159	-157	-194	-228
<b>Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами</b>	4515	6728	2876	-5991	-3825	-3221	-4507	-6586	-9829	-10085	-7961	-9386
<b>Счет операций с капиталом</b>	-92	-189	15	-117	-30	-96	-124	-78	22	-39	10975	-4
Капитальные трансферты	-92	-189	15	-117	-30	-96	-124	-78	22	-39	10975	-4
полученные	341	537	475	351	220	188	225	252	211	182	11224	205
выплаченные	-433	-726	-460	-468	-250	-284	-349	-330	-189	-221	-249	-209

	1998 год				1999 год				2000 год			
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
<b>Финансовый счет</b>	4607	6917	2861	-5874	-3795	-3125	-4383	-6508	-9851	-10046	-18936	-9382
<u>Прямые инвестиции</u>	<u>369</u>	<u>109</u>	<u>313</u>	<u>944</u>	<u>286</u>	<u>303</u>	<u>202</u>	<u>808</u>	<u>-156</u>	<u>3</u>	<u>-319</u>	<u>-23</u>
За границу	-254	-341	-98	-334	-356	-448	-457	-449	-692	-466	-980	-1071
В Россию	623	450	411	1278	642	751	659	1257	536	469	661	1048
<u>Портфельные инвестиции</u>	<u>3560</u>	<u>4404</u>	<u>118</u>	<u>105</u>	<u>67</u>	<u>-620</u>	<u>-44</u>	<u>-440</u>	<u>620</u>	<u>-1521</u>	<u>-8833</u>	<u>-570</u>
Активы	-97	-506	350	-3	-23	-202	306	172	37	9	-292	-135
Пассивы	3657	4910	-232	108	90	-418	-350	-612	583	-1530	-8541	-435
<u>Прочие инвестиции</u>	<u>-232</u>	<u>1637</u>	<u>-173</u>	<u>-7899</u>	<u>-5221</u>	<u>-1090</u>	<u>-5618</u>	<u>-4491</u>	<u>-7305</u>	<u>-2257</u>	<u>-5647</u>	<u>-5897</u>
<b>Активы</b>	-3339	-2392	-3950	-6500	-6224	-550	-4977	-3619	-6675	-2007	-2815	-5545
Наличная иностранная валюта	608	1273	-1712	773	178	1020	-393	116	-27	439	289	-1022
Текущие счета и депозиты	1617	596	-102	-1155	-1095	-1535	-473	-786	-1476	-647	-603	-940
Торговые кредиты и авансы	-90	-1157	-1186	-4385	-1892	675	-2588	-1928	-687	-178	-866	-2448
Ссуды и займы предоставленные (непросроченные)	1843	1606	1278	618	1800	2186	139	730	1622	977	400	2367
Просроченная задолженность	-3712	-2791	-488	-436	-4073	-1311	-231	-193	-3812	-694	-869	-2114
Задолженность по товарным поставкам на основе межправительственных соглашений					-185	158	113	-281	-596	-276	666	-305
Изменение задолженности по своевременно не поступившей экспортной валютной и рублевой выручке и непогашенным импортным авансам	-3395	-1650	-1507	-2111	-960	-1504	-1342	-1245	-1598	-1266	-1513	-915
Изменение задолженности по своевременно не погашенным импортным авансам												
Прочие активы	-210	-269	-233	196	3	-239	-202	-32	-101	-362	-319	-168
<b>Пассивы</b>	3107	4029	3777	-1399	1003	-540	-641	-872	-630	-250	-2832	-352
Наличная национальная валюта	-3	69	17	-17	-2	1	-7	11	23	42	35	55

	1998 год				1999 год				2000 год			
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Текущие счета и депозиты	-961	349	-1376	-844	-258	644	-378	153	148	-326	497	406
Торговые кредиты и авансы	-58	119	86	175	123	91	41	-225	0	0	0	0
Баланс по привлеченным кредитам	4360	2799	5294	202	1107	-1102	-283	-765	-857	-48	-3350	-877
привлечено и перенесено	3663	1830	3188	-2876	-1330	-2293	1917	-1366	-1154	-1160	-301	-690
Кредиты привлеченные	3193	1360	2588	-3456	-1510	-2493	-2207	-1366	-2739	-1317	-1912	-822
Органами гос.управления и под их гарантию	278	-418	5120	-1594	-1466	-1464	-1235	0	-1772	-1310	-1649	-1107
Использовано	1695	1453	6416	402	405	328	1195		454	136	369	128
в т.ч. кредиты МВФ	669	666	4798	0	0	0	643	0	0	0	0	0
Погашено по графику	-1417	-1871	-1296	-1996	-1871	-1792	-2430		-2226	-1446	-2018	-1235
Банковским сектором	1235	624	-3462	-1792	-34	-1109	-446		-220	32	-87	159
Предприятиями	1680	1154	930	-70	-10	80	75		-747	-39	-176	126
Перенесено	470	470	600	580	180	200	4124	0	1585	157	1611	132
по кредитам, привлеченным органами гос.управления	470	470	600	580	180	200	4124		1585	157	1611	132
Просрочено	447	295	2001	2541	2437	1191	-2200	601	297	1112	-3049	-187
Прирост задолженности перед предприятиями СНГ и Балтии по хоздоговорам												
Прочие пассивы	-231	693	-244	-915	33	-174	-14	-46	56	82	-14	64
Резервные активы	892	768	2596	1050	969	-1611	1091	-2227	-3102	-6219	-3979	-2710
Монетарное золото	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Специальные права заимствования	117	-250	252	0	-1	0	0	0	0	-1	1	-1
Резервная позиция в МВФ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие валютные активы	775	1018	2344	1050	970	-1611	1091	-2227	-3101	-6218	-3981	-2709
Поправка к резервным активам	18	-1	7	-74	104	-107	-14	-158	92	-52	-158	-182
Чистые ошибки и пропуски	-2946	-3055	-3653	-119	-599	-988	-1143	-4179	-2072	-856	-2591	-3535

Источник: Центральный Банк РФ

Таблица 8.6

## Платежный баланс России в 2001-2002 годах (млн. долл. США)

	2001 год				2002 год			
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
<b>СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ</b>	12 008	9 237	7 242	6 355	6 852	8 130	9 002	9376
Товары и услуги	12781	10389	9402	6988	7503	9171	10565	10335
Экспорт	27630	28810	28705	27183	24124	29312	32652	34172
Импорт	-14 850	-18 422	-19 302	-20 194	-16 620	-20 141	-22 087	-23 837
Товары	14252	12531	12256	8812	9242	11369	13226	12578
Экспорт	25544	26146	25494	24431	21589	26137	28818	30703
Импорт	-11 291	-13 615	-13 238	-15 619	-12 347	-14 768	-15 592	-18 125
Услуги	-1 472	-2 143	-2 854	-1 823	-1 738	-2 198	-2 662	-2 243
Экспорт	2087	2664	3211	2752	2535	3175	3834	3469
Импорт	-3 559	-4 807	-6 064	-4 575	-4 273	-5 373	-6 495	-5 711
Доходы от инвестиций и оплата труда	-600	-1 002	-1 961	-395	-459	-940	-1 619	-988
К получению	2874	1216	1183	1526	2409	979	1143	1085
К выплате	-3 475	-2 218	-3 144	-1 921	-2 868	-1 918	-2 762	-2 073
Оплата труда	63	27	-27	67	46	46	10	67
Полученная	161	162	157	144	158	171	159	179
Выплаченная	-98	-135	-184	-77	-112	-125	-149	-111
Доходы от инвестиций	-663	-1 030	-1 934	-462	-505	-986	-1 629	-1 055
К получению	2714	1054	1026	1382	2251	808	983	906
К выплате	-3 377	-2 083	-2 960	-1 845	-2 756	-1 793	-2 613	-1 962
Текущие трансферты	-172	-149	-199	-238	-193	-101	57	29
Полученные	84	113	55	130	73	261	401	456
Выплаченные	-256	-262	-254	-368	-266	-362	-344	-427
<b>СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ</b>	-9 210	-7 572	-4 306	-3 645	-6 139	-7 349	-5 219	-6 421
Счет операций с капиталом	-105	-153	-10 031	934	-70	-1 179	-5 800	-5 350
Капитальные трансферты	-105	-153	-10 031	934	-70	-1 179	-5 800	-5 350
Полученные	93	86	118	1850	108	5987	578	851
Выплаченные	-198	-239	-10 150	-916	-178	-7 167	-6 378	-6 201



	2001 год				2002 год			
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Финансовый счет	-9 106	-7 419	5726	-4 579	-6 069	-6 170	581	-1 071
Прямые инвестиции	-296	-53	-54	339	-164	-369	447	-776
За границу	-843	-694	-886	-109	-528	-972	-416	-1 369
В Россию	547	641	833	448	364	603	862	593
Портфельные инвестиции	193	-14	-301	-531	3	-463	671	1006
Активы	315	-17	60	-282	83	-322	41	-579
Обязательства	-122	2	-361	-249	-80	-141	630	1585
Прочие инвестиции	-7 173	-2 012	8529	-5 793	-5 409	757	2694	250
Активы	-6 208	-2 807	10263	-1 169	-5 251	4660	4154	-1 455
Наличная иностранная валюта	-1 152	196	658	-824	-771	517	1233	-2 053
Остатки на текущих счетах и депозиты	-2 010	-1 327	2257	1373	60	864	1153	191
Торговые кредиты и авансы предоставленные	1861	-23	715	-1 726	373	-284	27	131
Ссуды и займы предоставленные	-269	197	-1 301	634	545	658	-2 967	-1 042
Просроченная задолженность	-2 726	-981	10987	1841	-2 847	5991	8016	4810
Задолженность по товарным поставкам на основании межправительственных соглашений	190	178	-160	-573	-26	6	33	-210
Своевременно не полученная экспортная выручка и не поступившие товары и услуги в счет переводов денежных средств по импортным контрактам	-1 623	-832	-2 319	-1 614	-2 448	-2 668	-3 027	-3 025
Прочие активы	-478	-214	-573	-280	-138	-423	-313	-257
Обязательства	-965	795	-1 734	-4 624	-159	-3 903	-1 461	1704
Наличная национальная валюта	22	0	22	6	-31	9	21	12
Остатки на текущих счетах и депозиты	249	1124	85	23	-390	631	157	91
Ссуды и займы привлеченные	-1 554	-334	-1 549	-2 502	144	-4 509	-1 021	3251
Просроченная задолженность	426	39	202	-2 103	298	-287	-590	-1 767
Прочие обязательства	-108	-33	-493	-47	-180	253	-27	117
Резервные активы	-1 830	-5 340	-2 450	1407	-499	-6 095	-3 231	-1 550
<b>ЧИСТЫЕ ОШИБКИ И ПРОПУСКИ</b>	<b>-2 798</b>	<b>-1 665</b>	<b>-2 936</b>	<b>-2 711</b>	<b>-712</b>	<b>-781</b>	<b>-3 783</b>	<b>-2 954</b>

Источник: Центральный Банк РФ



## 8.5 Денежно-кредитное регулирование

Фактическое отсутствие развитого ликвидного рынка государственных ценных бумаг в посткризисный период значительно сузило инструментальные возможности ЦБ РФ, в первую очередь, по управлению ликвидностью в краткосрочном периоде. Банк России продолжал осуществлять операции на открытом рынке, практически лишь в форме рублевых и валютных интервенций на валютном рынке. В этих условиях единственным инструментом для стерилизации интервенций в распоряжении ЦБ РФ являлись депозитные операции. Другим инструментом стерилизации денежного предложения может быть названо накопление средств на счетах федерального бюджета благодаря профициту федерального бюджета, т.е. изъятие денег из экономики через налоги и неналоговые доходы бюджета (см. выше)<sup>16</sup>.

Политика резервных требований Банком России практически не использовалась. Последнее изменение (повышение) резервных требований в целях решения краткосрочной задачи – ослабления атаки на рубль – было предпринято зимой 1999–2000 годов. С 1 января 2000 года норматив обязательных резервов по привлеченным средствам юридических лиц был установлен на уровне 10%, а по привлеченным средствам физических лиц – 7%.

Прекращение операций репо и однодневного рефинансирования первичных дилеров лишило ставку рефинансирования признаков уровня платы за пользование заемными ресурсами. Ее роль как ограничителя доходности на вторичных торгах государственными ценными бумагами (предел равнялся двукратной ставке рефинансирования) имела значение лишь в первые несколько месяцев воссоздания рынка ГКО-ОФЗ. В дальнейшем уровень доходности на рынке был значительно ниже ставки рефинансирования.

Непосредственно после финансового кризиса Банк России неоднократно снижал ставку рефинансирования, затем прервал этот процесс. Лишь 8 апреля 2002 года,

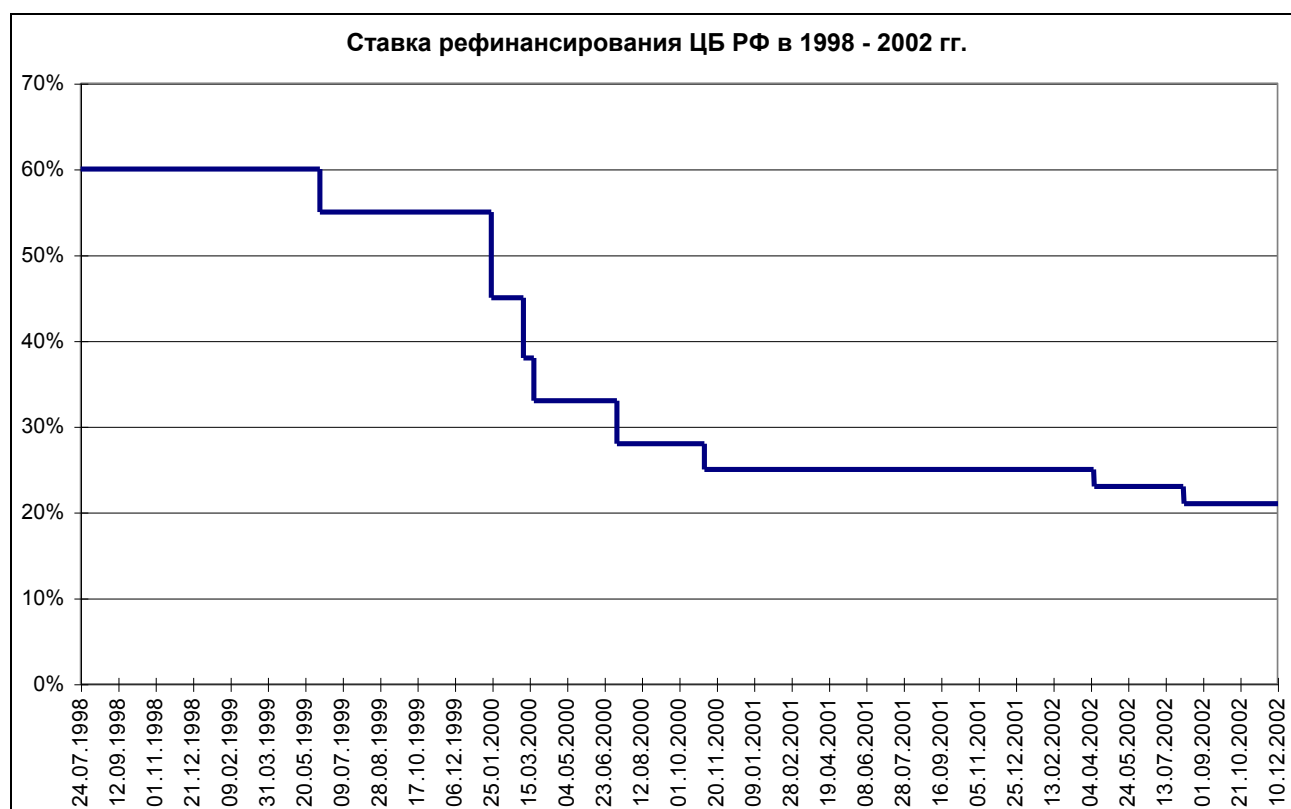
---

<sup>16</sup> Необходимо отметить, что возможность использования остатков на бюджетных счетах для изменения объема денежной базы является российской спецификой. Например, в США система аккумулирования и использования бюджетных средств устроена таким образом, что увеличение остатков на счетах или расходование средств практически не изменяют денежную базу, т.к. средства бюджета хранятся в коммерческих банках, и при расходовании лишь транзитом проходят через счета Казначейства в ФРС. В России, поскольку поступление доходов и расходование средств происходит со счетов Федерального казначейства в ЦБ (соответствующие средства не входят в денежную базу) на счета бюджетополучателей в коммерческих банках, через их корреспондентские счета в ЦБ РФ, и обратно, величина широкой денежной базы изменяется при уплате налогов и при осуществлении расходов бюджета.

впервые с ноября 2000 г., ЦБ понизил ставку рефинансирования. Ее новый уровень составил 23% годовых, что было наименьшим значением с ноября 1997 г. Следующее снижение ставки рефинансирования было осуществлено 7 августа 2002 г., - до 21% годовых.

Необходимо отметить, что, как и ранее, данные решения ЦБ РФ носили преимущественно знаковый характер и были направлены на формирование ожиданий дальнейшего снижения уровня инфляции и процентных ставок в экономике, поскольку фактически механизм рефинансирования банков до настоящего времени не действует, а текущие процентные ставки по кредитам и государственным ценным бумагам - значительно ниже уровня ставки рефинансирования.

Рисунок 8.5



Источник: ЦБ РФ.

Другим важным событием в части реализации денежно-кредитной политики является выход Пенсионного фонда РФ на рынок внутреннего долга РФ. Очевидно, что появление такого крупного институционального инвестора увеличило ликвидность на рынке ГКО–ОФЗ и способствовало дальнейшему снижению доходности по облигациям. Кроме того, вложение Пенсионным фондом РФ свободных средств в государственные ценные бумаги (при условии покупки их у ЦБ РФ на вторичном

рынке) могут рассматриваться в качестве одной из мер, направленных на стерилизацию рублевых интервенций ЦБ РФ, осуществляющего накопление золотовалютных резервов, что аналогично размещению Министерством финансов РФ средств, полученных на аукционах по размещению долговых обязательств, на счетах органов власти в ЦБ РФ.

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

## 8.6 Расчеты между предприятиями

Одним из важнейших, после оживления экономической активности, положительных последствий девальвации рубля в августе 1998 года стало сокращение масштабов неплатежей и снижение доли сделок, обслуживаемых с помощью неденежных форм расчетов.

Доля просроченной кредиторской задолженности в ВВП сократилась с 46% до 14% (см. рис. 8.6). Отметим, что такое соотношение товарного кредита<sup>17</sup> к ВВП соответствует аналогичным показателям развитых стран.<sup>18</sup>

*РИСУНОК 8.6*

### **Динамика просроченной задолженности предприятий и организаций в долях ВВП**

---

<sup>17</sup> Под товарным или коммерческим кредитом понимается задолженность перед поставщиками (является частью кредиторской задолженности) или задолженность покупателей (входит в дебиторскую задолженность).

<sup>18</sup> См. Schaffer M.E. Do firms in transition have soft budget constraints? A reconsideration of concepts and evidence. // Journal of Comparative Economics, 1998, 26(1), pp. 80–103.



\* До 1997 г. включительно по четырем отраслям (промышленность, сельское хозяйство, строительство, транспорт). Начиная с 1998 года, суммарная задолженность в экономике рассчитывается по всем отраслям экономики.

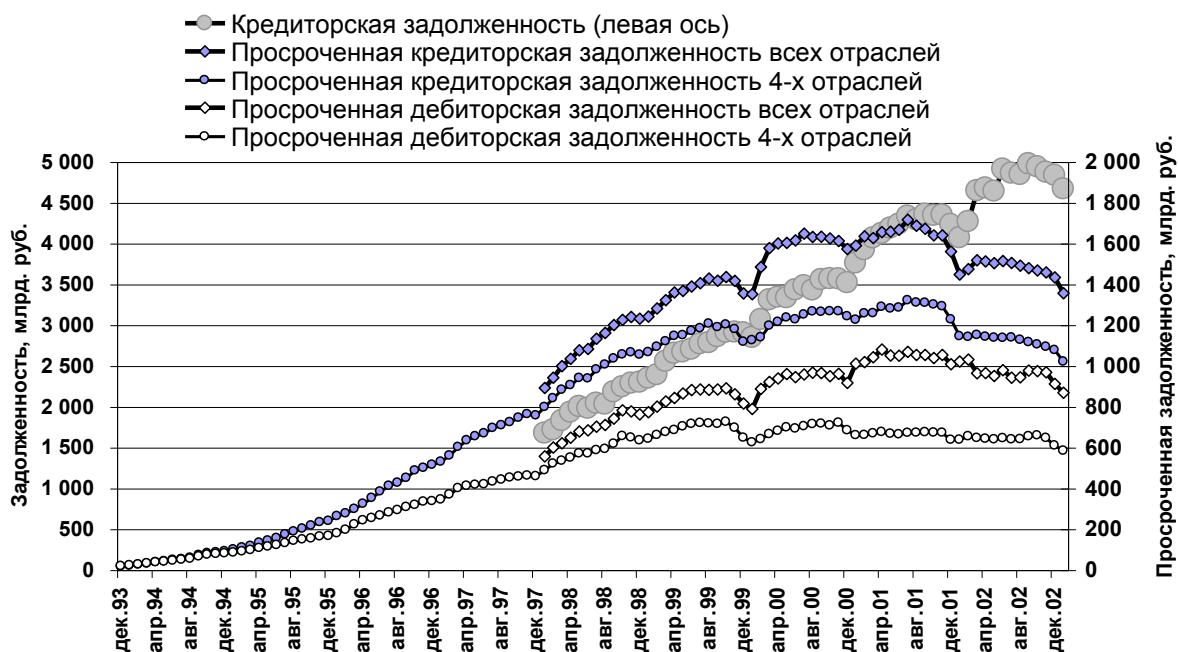
Примечание: Кредиторская задолженность предприятий и организаций складывается из задолженности перед поставщиками, бюджетами всех уровней и внебюджетными фондами, задолженности по заработной плате и перед прочими кредиторами, и не включает задолженность перед банковской системой.

Источник: Госкомстат России, Высший арбитражный суд РФ, расчеты авторов.

Отчасти такое снижение неплатежей связано с обесценением накопленного уровня задолженности, вызванным ускорением темпов инфляции в послекризисный период. Однако с 2001 года наблюдается снижение не только реальных, но и номинальных показателей - сумм накопленной просроченной кредиторской задолженности предприятий (см. рис. 8.7). Доля просроченной кредиторской задолженности в общей снизилась с 55% (июль 1998 г.) до 30% (декабрь 2002 г.).

Рисунок 8.7.

### Динамика просроченной кредиторской и дебиторской задолженности в текущих ценах



Другая причина позитивных тенденций по сокращению неплатежей связана девальвационным бумом – повышением конкурентоспособности и финансовой эффективности российских предприятий. Как показывают расчеты<sup>19</sup>, одним из важнейших факторов образования неплатежей в экономике в период с 1993 по 1997 годы были неэффективные, финансово несостоятельные предприятия. В условиях слабой институциональной среды, неэффективной системы информента контрактных обязательств, такие предприятия являются первичными источниками порождения неплатежей. С другой стороны, такие институциональные условия создают стимулы для преднамеренного неисполнения обязательств даже для успешных и платежеспособных фирм. В условиях, когда существует возможность неплатежа (издержки неисполнения обязательств минимальны), неисполнение обязательств может стать рациональной стратегией поведения предприятий.<sup>20</sup> Действовавшая до 1 марта

<sup>19</sup> См. Луговой О. «Проблема неплатежей в переходной экономике» / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М. ИЭПП, 2003.

<sup>20</sup> Там же. В работе неплатежи в зависимости от причины возникновения классифицируются на четыре вида. Первый вид предполагает преднамеренный характер неплатежей, который может получить широкое распространение вследствие неэффективного функционирования, неразвитости рыночного института принуждения к исполнению обязательств (информента контрактов). Т.е. предприятие в состоянии исполнить собственные обязательства, но неисполнение является предпочтительным для него (более выгодным). Вторым и третьим видами предполагают вынужденное неисполнение обязательств. Причем во втором случае имеются в виду временные трудности с ликвидностью – платеж будет в итоге осуществлен ("запаздывающие платежи"). В третьем же - неплатежи образуются вследствие неэффективной деятельности (убыточности), и возникают "безнадежные долги" (часто интерпретируются как скрытая субсидия неэффективным производствам). Четвертый вид характеризует ситуацию,

1998 года редакция закона о банкротстве оставляла довольно большую свободу действий для неплательщиков.

Ввод в действие нового закона о банкротстве, кардинально изменивший принцип определения несостоятельности<sup>21</sup>, явился существенным шагом на пути к перекрытию «канала субсидирования плохих фирм». С этого момента в арбитражном суде растет число дел о несостоятельности. Начиная с 1998 года, расчеты показывают<sup>22</sup> снижение статистической значимости и интенсивности зависимости неплатежей от показателей эффективности предприятий.

Изменения в законодательстве и в общеэкономической ситуации позволили энергетическим монополиям, начиная с 1998 г., сократить все виды неденежных расчетов за отгружаемую и приобретаемую продукцию. Среди основных изменений структуры расчетов за отгруженную продукцию предприятий - естественных монополистов следует выделить значительное сокращение бартера. Доля денежных расчетов этих предприятий в 2002 году стабилизировалась на уровне порядка 80%.

Не вызывает сомнения, что неплатежи государства являлись одним из важнейших источников роста неплатежей предприятий, хотя во многих случаях задолженность бюджета не принимала форму просроченных обязательств. Расчеты свидетельствуют<sup>23</sup> о высоко значимой причинно-следственной статистической зависимости между неплатежами и неисполнением плановых расходов государства. Поэтому серьезным фактором, сокращающим масштабы неплатежей в экономике, стало более полное исполнение государством собственных обязательств перед экономическими агентами, которому способствовал профицит бюджета.

---

возникающую в условиях кумулятивного нарастания неплатежей в экономике, при которой экономический субъект имеет высокие просроченные обязательства, которые обусловлены неплатежами контрагентов.

<sup>21</sup> Основное отличие редакций законов состоит в самом определении критериев несостоятельности. В предшествующей редакции использовался принцип неоплатности, исходя из соотношения активов и пассивов должника. Суд должен был определить рыночную стоимость и ликвидность пассивов неплательщика, и только в случае превышения кредиторской задолженности над балансовой стоимостью всех активов, должник признавался банкротом. Новая редакция (Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве)" от 8 января 1998 г. N 6-ФЗ) основана на принципе неплатежеспособности (исходя из анализа встречных денежных потоков). Подробнее см. Витрянский В. Новое законодательство о несостоятельности (банкротстве) // Хозяйство и право, N 3. 1998.

<sup>22</sup> См. Луговой О. «Проблема неплатежей в переходной экономике» / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М. ИЭПП, 2003.

<sup>23</sup> См. там же.



Вместе с тем, некоторые тенденции последних лет вызывают тревогу. Прежде всего, это связано с факторами роста просроченной задолженности<sup>24</sup>. Так, начиная с 2002 г., наблюдается стабильный рост доли убыточных предприятий в экономике. По состоянию на май 2003 г. доля убыточных предприятий в промышленности составила 44,5%, в строительстве – 45,9%, в транспорте – 58,0%. Таким образом, по сравнению с 2001 годом, доля убыточных предприятий увеличилась на 4–7% в зависимости от отрасли экономики.

В дальнейшем ситуация будет развиваться под воздействием следующих факторов. С одной стороны, тенденция к сокращению неплатежей и вытеснению неденежных расчетов, обусловленная сложившейся ранее благоприятной экономической ситуацией и институциональными преобразованиями (реструктуризация предприятий, жесткая позиция предприятий-монополистов по отношению к неплательщикам, изменения в законодательной сфере), не закончилась и, по-видимому, будет продолжаться.

С другой стороны, на образование задолженности будут оказывать опосредованное влияние (через конкурентоспособность, финансовую состоятельность предприятий и исполнение государственного бюджета) возможные изменения конъюнктуры на мировых рынках сырья и энергоресурсов. Однако возврат к всеобщей системе неплатежей возможен только в условиях ослабления институциональной среды. При условии эффективно работающих институтов, внешние шоки, приводившие ранее к нарастанию просроченной задолженности в экономике, оказывают прямое воздействие на реальные показатели – путем выбытия из хозяйственного процесса неэффективных производств.

---

<sup>24</sup> По результатам эконометрических исследований рост неплатежей связан, в частности, с неэффективностью внутренних производителей, сокращением банковского кредитования и др. (подробнее см.: См. Луговой О. «Проблема неплатежей в переходной экономике» / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М. ИЭПП, 2003; *Энтов Р., Радыгин А., Мау В., Синельников-Мурылев С. и др.* *Op.cit.*. С. 96–149; *Луговой О., Семенов Д.* Неплатежи в Российской Федерации. М.: ИЭПП, 2000; *Золотарева А., Лидерман Л., Луговой О., Энтов Р.* Неплатежи в российской экономике и регионах. М.: ИЭПП-СЕРРА, 2001).