

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА РОЛИ РОССИЙСКОГО НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА¹

Е.Т.Гурвич

Экономическая экспертная группа

Объективные итоги послекризисного развития российской экономики достаточно впечатляющи. Однако многие ключевые вопросы остаются открытыми. В частности, нет единого мнения по одному из центральных пунктов: в какой мере фиксируемый в последние годы рост объясняется благоприятными внешними факторами, а в какой – проводимой властями политикой и объективным улучшением экономических условий внутри страны. Ответ на данный вопрос имеет фундаментальное значение для выбора дальнейшего курса: он может означать, что мы заметно продвинулись к построению конкурентоспособной экономики (и тогда следует закрепить достигнутый прогресс), либо, что видимость благополучия создается высокими ценами на нефть – и тогда необходимо искать альтернативные пути решения экономических проблем.

Разноречивость суждений во многом основывается на недостатке обобщающих фактических данных. Несмотря на первостепенное значение сырьевого сектора для российской экономики, ощущается явный дефицит исследований, всесторонне изучающих его роль.

В настоящей работе анализ фокусируется на главной, наиболее важной части сырьевого сектора – нефтегазовом комплексе (НГК). Во многих отношениях он занимает уникальное место в нашей экономике. Это единственная крупная отрасль, где Россия удерживает лидирующие позиции в мире и имеет большой запас конкурентоспособности. Поставки нефти, нефтепродуктов и газа составляют половину суммарного экспорта товаров и услуг; с другой стороны, примерно половина добываемых углеводородов экспортируется. Непредсказуемые колебания мировых цен на нефть и газ образуют главный канал зависимости российской экономики от мировой конъюнктуры (например, именно резкое падение мировых цен на нефть запустило механизм финансового кризиса в

¹ Автор выражает признательность А.Васильевой, Г.Квону и В.Субботину, способствовавшим исследованию.

1998 году). Соответственно, актуален вопрос: растет или снижается уязвимость нашей экономики по отношению к колебаниям цен на мировых рынках.

Размеры нефтегазового комплекса

Начнем анализ с оценки «размеров» нефтегазового сектора, т.е. его вклада в ВВП. Как ни странно, этот фундаментальный вопрос остается «белым пятном». Для периода с 2000 г. по 2003 г. Госкомстат оценивает добавленную стоимость (ДС) топливной промышленности (включая угольную) всего в 7-8% ВВП. Для получения полных оценок необходимо учесть еще несколько факторов.

1. Оценки Госкомстата основаны на стандартном способе измерения ДС в основных ценах (т.е. без учета налогов на продукты - НДС, экспортных пошлин, акцизов и др.). Однако для нефтегазового комплекса имеет смысл рассчитать ДС в рыночных ценах, отражающих полный вклад сектора в ВВП.

2. Достаточно условны и размыты границы между добавленной стоимостью в добыче и транспортировке газа (что во многом определяется интегрированностью этих видов деятельности в рамках «Газпрома»). Соотношение цен приобретения и цен производителя сильно варьирует без видимых причин: так, с 5,9 в середине 2000 г. оно снизилось до 3,3 в I квартале 2002 г. и вновь повысилось до 7,7 к концу 2003 г. В связи с этим имеет смысл рассматривать НГК как совокупность не только добычи газа и нефти и ее переработки, но также транспортировки этих продуктов по трубопроводам.

3. Анализ показывает, что существенная часть ДС переводится за счет механизма трансфертных цен из собственно нефтегазового сектора в торгово-посредническую сферу и формально регистрируется там. На это обращается внимание, в частности, в недавнем исследовании Всемирного банка², где размеры такого эффекта оценены для 2000 года. Использование трансфертных цен, по всей видимости, объясняется более легким уходом от налогов (в первую очередь, от налога на прибыль) в посредническом секторе. Для того чтобы устранить возникающую недооценку размеров углеводородного сектора, я возвращаю туда ДС, искусственно перемещенную в торговлю.

Таким образом, в дальнейшем анализе рассматривается полная добавленная стоимость, созданная в НГК, включающая добычу нефти и газа, нефтепереработку, и транспортировку углеводородов по трубопроводам.

² От экономики переходного периода к экономике развития, Меморандум об экономическом положении Российской Федерации. Всемирный банк, Апрель 2004.

Построенные оценки складывались из расчета вклада по трем основным составляющим:

- Экспорт сырой нефти,
- Экспорт и внутренние поставки нефтепродуктов,
- Экспорт и внутренние поставки газа.

Для каждой компоненты ДС определялась как стоимость конечной реализации продукции за вычетом материальных затрат и затрат на транспортировку (кроме трубопроводной). Для экспортируемой продукции использовались цены экспортных поставок; для внутренних поставок нефтепродуктов – цены предприятий плюс НДС, акциз и налог на реализацию ГСМ (до 2000 г. включительно). Внутренние поставки газа для промышленных потребителей включались по средним ценам приобретения газа, реализация на бытовые нужды – по оптовым ценам для населения.

Расчеты проводились для периода с 1998 г. по 2003 г. Изменения ДС за этот период определялись тремя группами факторов:

- Внутренними факторами рассматриваемого сектора (рост производства и изменение его эффективности, сдвиги в структуре поставок),
- Факторами на уровне национальной экономики (реальный курс рубля, динамика регулируемых внутренних цен на газ),
- Внешними факторами (цены экспортных поставок).

Полученные интегральные данные представлены в таб.1-4. Результаты расчетов свидетельствуют, что **удельный вес НГК, достигнув пика в 26% ВВП в 2000 г., затем сокращался, но в 2003 г. вновь вырос, составив 21% ВВП.** Более двух третей из этой суммы приходится на нефтяной сектор. Общая доля НГК в ВВП страны близка к Норвегии и примерно вдвое уступает ее доле в таких явно выраженных нефтедобывающих странах как Саудовская Аравия и Кувейт.

В целом в 2003 г. размеры НГК были примерно такими же как в 1999 г. (несмотря на существенно более высокие мировые цены). При этом в структуре комплекса произошли сдвиги: заметно повысился вклад в ВВП экспорта сырой нефти при снижении удельного веса внутренних поставок нефтепродуктов и поставок газа в ближнее зарубежье. Отметим, что ДС в секторе углеводородов, измеренная в долларах, выросла за последние четыре года в два с четвертью раза – т.е. намного больше, чем физический объем ВВП. Однако происходившее

одновременно укрепление рубля привело к тому, что ВВП в долларовом исчислении вырос в той же пропорции.

Таблица 1. Экспорт сырой нефти

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>ДС (\$/т.)</i>						
В дальнее зарубежье	52,0	94,4	159,2	128,3	136,7	157,0
В ближнее зарубежье	54,7	51,5	76,9	97,0	85,7	108,9
ВСЕГО	52,4	88,4	149,6	123,7	127,8	149,0
<i>Объем поставок (млн.т.)</i>						
В дальнее зарубежье	118	116	128	138	156	186
В ближнее зарубежье	19	19	17	24	33	37
ВСЕГО	137	135	145	162	189	224
<i>ДС (% ВВП)</i>						
В дальнее зарубежье	2,3%	5,6%	7,8%	5,8%	6,2%	6,8%
В ближнее зарубежье	0,4%	0,5%	0,5%	0,8%	0,8%	0,9%
ВСЕГО	2,7%	6,1%	8,4%	6,5%	7,0%	7,7%

Источник: расчеты автора

Таблица 2. Поставки нефтепродуктов

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>ДС (\$/т.)</i>						
Экспорт	33,6	68,4	136,3	100,3	102,2	125,9
Внутренние поставки	92,7	96,0	159,3	150,4	136,0	188,9
ВСЕГО	75,2	86,5	151,1	132,4	122,4	163,1
<i>Объем поставок (млн.т.)</i>						
Экспорт	54	57	63	64	75	78
Внутренние поставки	129	109	114	113	112	113
ВСЕГО	183	166	176	177	187	191
<i>ДС (% ВВП)</i>						
Экспорт	0,7%	2,0%	3,3%	2,1%	2,2%	2,3%
Внутренние поставки	4,4%	5,3%	7,0%	5,6%	4,4%	4,9%
ВСЕГО	5,1%	7,3%	10,3%	7,6%	6,6%	7,2%

Источник: расчеты автора

Таблица 3. Поставки газа

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>ДС (\$/тыс.м.куб.)</i>						
Экспорт в дальнее зарубежье	69,1	54,1	95,0	115,9	98,0	118,8
Экспорт в ближнее зарубежье	53,0	53,5	56,5	35,2	37,0	47,7
Внутренние поставки	23,2	10,1	9,6	11,2	14,3	21,3
ВСЕГО	36,8	25,3	34,0	37,0	35,1	45,6
<i>Объем поставок (млрд.м.куб.)</i>						
Экспорт в дальнее зарубежье	125	131	134	132	134	142
Экспорт в ближнее зарубежье	78	74	60	49	51	47
Внутренние поставки	388	387	390	400	410	431
ВСЕГО	591	592	584	581	595	620
<i>ДС (% ВВП)</i>						
Экспорт в дальнее зарубежье	3,2%	3,6%	4,9%	5,0%	3,8%	3,9%
Экспорт в ближнее зарубежье	1,5%	2,0%	1,3%	0,6%	0,5%	0,5%
Внутренние поставки	3,3%	2,0%	1,4%	1,5%	1,7%	2,1%

ВСЕГО	8,1%	7,6%	7,7%	7,0%	6,0%	6,5%
-------	------	------	------	------	------	------

Источник: расчеты автора

Таблица 4. Расчетная добавленная стоимость по НГК

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Млрд.долл.</i>						
Нефтяной сектор	20,9	26,3	48,4	43,4	47,0	64,5
Газовый сектор	21,8	15,0	19,9	21,5	20,9	28,3
НГК всего	42,7	41,2	68,2	64,9	67,9	92,8
<i>% ВВП</i>						
Нефтяной сектор	7,8%	13,4%	18,6%	14,2%	13,6%	14,9%
Газовый сектор	8,1%	7,6%	7,7%	7,0%	6,0%	6,5%
НГК всего	15,9%	21,0%	26,3%	21,2%	19,6%	21,4%

Источник: расчеты автора

Сравним построенные оценки с данными Госкомстата относительно вклада отраслей топливно-энергетического комплекса в ВВП. Вычитая из найденных размеров НГК добавленную стоимость в трубопроводном транспорте и косвенные налоги, мы получаем расчетную ДС в нефтегазовой промышленности в основных ценах (таб. 5). Источником ее отличия от показателя Госкомстата служит добавленная стоимость, перемещенная из углеводородного сектора в посреднический, которая учитывается используемым в настоящей работе методом, но не учитывается показателем добавленной стоимости в основных ценах. Таким образом, на протяжении рассматриваемого периода **от 6% до 11% ВВП ежегодно перемещалось из НГК в торговлю** с помощью трансфертных цен. Отметим, что оценка перемещения из нефтегазового сектора в посреднический, полученная в докладе Всемирного банка³ для 2000 года при использовании торговых наценок Канады (11,4% ВВП), практически точно совпадает с нашей (для других лет оценки в докладе не строились). Совпадение результатов, независимо полученных разными методами, существенно повышает степень их достоверности.

Несколько различаются оценки вклада отдельных отраслей нефтегазовой промышленности в перемещение ДС. Если по расчетам Всемирного банка перемещение почти поровну делилось между нефтяным и газовым секторами, то в настоящей работе перемещение из нефтяного сектора оказался вдвое большим (Таб.6). Различие может быть связано, например, с разным отражением посреднических услуг в транспортировке газа.

³ Размеры перемещения рассчитывались в докладе путем замены в таблицах «Затраты-выпуск» фактических посреднических наценок «нормальными», типичными для других стран.

Таблица 5. Оценка перемещения ДС из НГК в посредническую сферу (% ВВП)

Показатели	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Расчетные показатели:</i>					
Полная ДС по НГК	21,0%	26,3%	21,2%	19,6%	21,4%
ДС в трубопроводном транспорте	2,2%	2,1%	3,3%	2,5%	2,6%
Косвенные налоги в нефтегазовой промышленности	4,2%	5,4%	4,8%	4,0%	4,4%
Расчетная ДС нефтегазовой промышленности в основных ценах	14,6%	18,7%	13,1%	13,2%	14,4%
ДС в нефтегазовой промышленности – оценка Госкомстата*	6,5%	7,8%	7,0%	7,2%	6,3%
Расчетное перемещение ДС в посредническую сферу	8,1%	11,0%	6,1%	6,0%	8,2%

* Для 2001-2003 г. - ДС в топливной промышленности за вычетом расчетной ДС в угольной промышленности

Источник: расчеты автора

Таблица 6. Сравнение оценок полной и перемещенной ДС за 2000 г. (% ВВП)

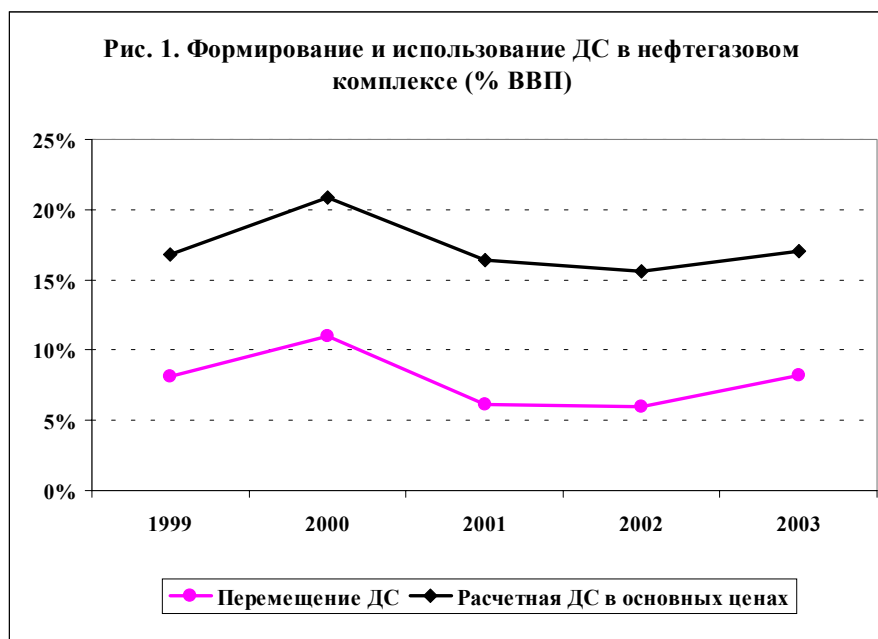
Сектор	Расчетная ДС в основных ценах		Перемещение ДС	
	Оценка автора	Оценка Всемирного банка	Оценка автора	Оценка Всемирного банка
Нефтяной сектор	14,2%	12,8%	7,4%	6,0%
Газовый сектор	4,5%	6,4%	3,5%	5,4%
Нефтегазовый сектор всего	18,7%	19,2%	11,0%	11,4%

Таблица 7. Перемещение ДС из нефтегазового комплекса в посредническую сферу

	1999	2000	2001	2002	2003
В % от расчетной ДС в основных ценах	48%	52%	37%	38%	48%
В % от расчетной полной прибыли	62%	70%	64%	72%	77%
<i>Справочно: чистая прибыль НГК по данным Госкомстата (% ВВП)</i>	5,0%	4,7%	3,4%	2,3%	2,4%

Источник: расчеты автора

Наш анализ свидетельствует, что величину перемещаемой из НГК добавленной стоимости нельзя считать стабильной: она существенно снизилась в 2001 году, но вновь выросла в 2003 г. Рис.1 показывает, что размеры перемещения менялись вместе с расчетной величиной ДС в углеводородном секторе (за вычетом косвенных налогов): 9-10% ВВП оставались в НГК, остальное же перемещалось в посредническую сферу. Доля перемещаемой ДС к расчетной прибыли (получаемой суммированием отчетной прибыли и перемещения) в среднем составляла около 70%.



Очевидно, что динамика размеров НГК во многом определялась колебаниями ценовой конъюнктуры. Для того чтобы выявить объективные тенденции изменения роли сектора необходимо оценить его характеристики в сопоставимых внешних условиях. Это делалось путем построения «стандартизованных» показателей НГК, рассчитанных при «нормальных» ценах мирового рынка. Объемы производства, экспорта и обменного курса при этом считались фиксированными, равными фактическим величинам. Для нефти стандартная цена «Юралс» бралась равной 20 \$/барр.⁴, для экспорта газа в дальнее зарубежье – 90 \$/тыс.м.куб., для экспорта газа в ближнее зарубежье – 45 \$/тыс.м.куб. Стандартная цена нефтепродуктов на внутреннем рынке (P_c) находилась, исходя из условия равновыгодности внутренних и внешних поставок (с учетом изменения как экспортных цен, так и экспортных пошлин) при любых ценах⁵: $P_c = P + (PE_c - PE) - (ED_c - ED)$, где P , PE – цена поставок нефтепродуктов на внутренний рынок и на экспорт в дальнее зарубежье соответственно, ED – экспортная пошлина, а индекс «с» означает стандартные значения показателей.

⁴ В последнее время иногда высказывается мнение, что мировая экономика перешла в новое состояние, которому соответствует более высокий долгосрочный уровень цен на углеводороды. Мы исходим из того, что пока нет достаточных оснований для пересмотра оценок «нормальных» мировых цен (в прошлом взлет цен неизменно приводил к снижению спроса на нефть и газ и росту их предложения, в результате чего цены возвращались на стандартный уровень).

⁵ Выполнение такого условия обосновано В.Субботиным («Реформа налогообложения в нефтедобыче: к чему мы пришли?» Доклад на V Международной конференции ВШЭ «Конкурентоспособность и модернизация экономики». М., 2004).

Разность между фактическими и стандартизованными показателями представляет собой «**конъюнктурный доход**». В последующем анализе используется несколько разновидностей этого понятия: конъюнктурный доход экономики K_3 (разность между фактической стоимостью экспорта и его стоимостью при стандартных ценах), конъюнктурный доход отрасли K_0 (разность между полной добавленной стоимостью сектора при фактических и стандартных ценах), конъюнктурный доход бюджета K_6 (дополнительные доходы бюджета в результате отклонения цен от стандартных значений). Конъюнктурные доходы могут быть как положительными (когда мировые цены выше стандартных значений), так и отрицательными (при снижении цен ниже стандартного уровня).

Стандартизованные размеры отраслей НГК (x_c) определяются как соотношение скорректированной на конъюнктурные доходы ДС по этим секторам к скорректированной величине ВВП. В обоих случаях из добавленной стоимости по сектору (X) и экономике (Y) вычитались соответствующие конъюнктурные доходы: $x_c = (X - K_0) / (Y - K_3)$.

Таблица 8. Стандартизованная добавленная стоимость (% ВВП)

	1999	2000	2001	2002	2003
Нефтяной сектор	15.4%	14.6%	12.6%	11.6%	11.4%
Газовый сектор	9.2%	7.2%	6.0%	5.7%	5.6%
НГК всего	24.6%	21.8%	18.6%	17.3%	17.0%
Цена нефти "Юралс" (\$/барр.)	17,1	26,7	23,0	23,7	27,2
Цена экспорта газа в дальнее зарубежье (\$/тыс.м.куб.)	55,7	97,7	120,0	102,7	123,2
Конъюнктурный доход НГС (% ВВП)	-3.6%	4.2%	2.6%	2.3%	4.4%

Источник: расчеты автора

Приведенные в Таб.8 данные позволяют сделать вывод о том, что нынешние размеры НГК определяются лишь очень высокими текущими ценами на углеводороды. **При сохранении неизменной внешней конъюнктуры доля НГК последовательно снижалась бы на протяжении всего периода, с 25% ВВП в 1999 г. до 17% ВВП в 2003 г.** Такая динамика обусловлена макроэкономическими факторами: значительное укрепление рубля привело к повышению удельного веса «неторгуемых» секторов, в которых цены не связаны с ценами конкурирующих зарубежных аналогов (так, доля услуг, очищенная от перемещенной из НГК добавленной стоимости, повысилась почти на 4% ВВП). Соответственно сократилась доля в ВВП ориентированных на экспорт секторов - в частности, вклад нефтяного сектора снизился на четверть, несмотря на то, что

рост добычи нефти за этот период (38%) превышал рост ВВП. В газовом секторе к макроэкономическим факторам добавилось значительное отставание темпов роста производства (добыча увеличилась менее чем на 5%), что определило еще более резкое сокращение стандартизированной доли в ВВП (на 39%).

Платежный баланс

Следующий вопрос – роль НГК в платежном балансе. Приведенные в Таб. 9 данные говорят, что экспорт углеводородов рос в абсолютном выражении (т.е. в миллиардах долларов) и в процентах от стоимости всего экспорта, оставаясь примерно стабильным в процентах ВВП. Однако совсем иная картина получается для стандартизованных показателей, получаемых вычитанием экспортного конъюнктурного дохода НГК (K_n) из экспорта и из ВВП:

$$E_{H_c} = E_H - K_n, d_c = E_{H_c} / (E - K_n), g_c = E_{H_c} / (Y - K_n),$$

где E_H , E_{H_c} – фактический и стандартизованный объем экспорта углеводородов; E – суммарный экспорт товаров и услуг; Y – ВВП; d_c , g_c – стандартизованное отношение углеводородного экспорта к общему экспорту и к ВВП.

Таблица 9. Экспорт углеводородов

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Объем (млрд.долл.)	27,9	31,0	52,8	52,1	56,3	74,0
Доля в общем экспорте товаров и услуг (%)	32,2%	36,6%	46,1%	46,0%	46,4%	49,2%
В % ВВП	10,4%	15,8%	20,3%	17,0%	16,3%	17,1%

Источник: расчеты автора

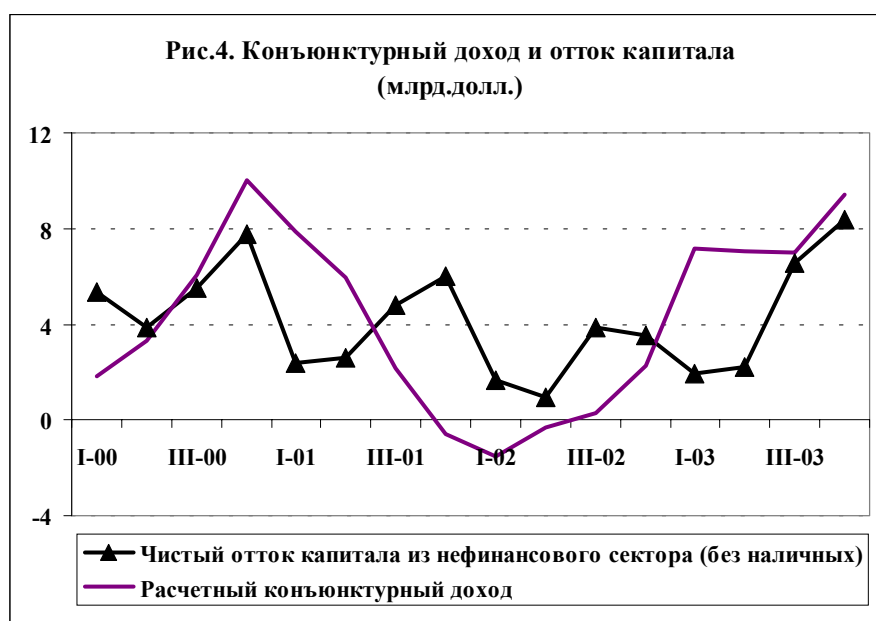
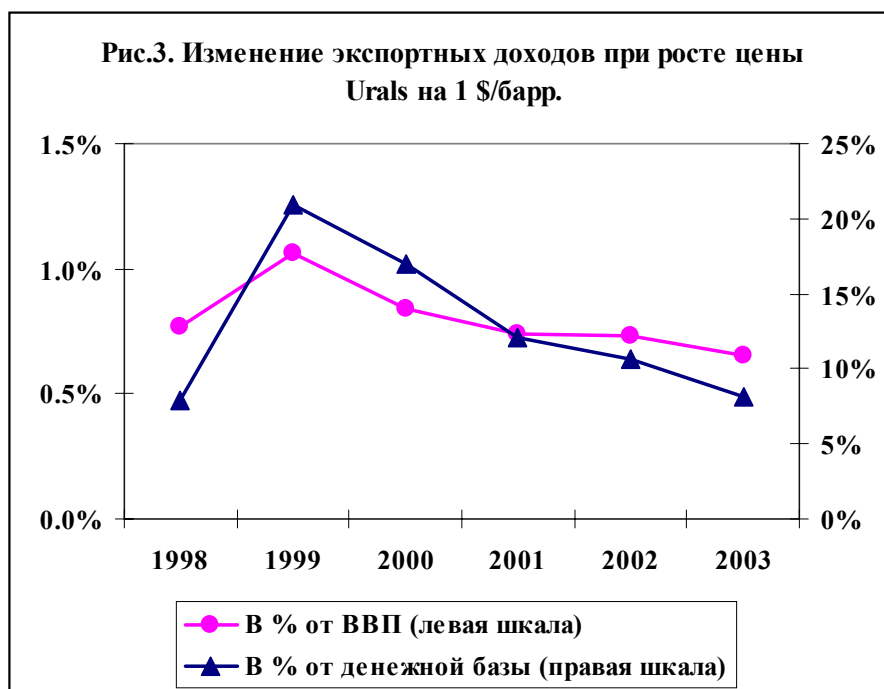
Как показывает Рис.2, **стандартизованная стоимость нефтегазового экспорта растет, однако его доля в суммарном экспорте оказывается примерно стабильной, а соотношение углеводородного экспорта к ВВП имеет выраженную тенденцию к снижению.** Последний показатель упал с 18,7% в 1999 г. до 13,3% ВВП в 2003 г.

Снижается и соотношение дополнительных валютных поступлений при удорожании нефти на 1 \$/барр. (и пропорциональном изменении цен на газ) в процентах от ВВП: если в 1999 г. эта величина составляла 1,06% ВВП, то в 2003 г. она упала до 0,65% ВВП. Фактически влияние колебаний цен на нефть ниже, поскольку цены на газ реагируют на удорожание нефти с запаздыванием и с ослаблением.



Эффект возможных колебаний внешней конъюнктуры важно оценить с точки зрения устойчивости монетарной системы. Как известно, едва ли не главная проблема денежно-кредитной политики последних лет состояла в необходимости стерилизации избыточной эмиссии, связанной с покупкой Банком России конъюнктурных сверхдоходов экспортеров. В связи с этим мерой зависимости монетарной сферы от внешних условий может служить соотношение между эмиссией при покупке дополнительных экспортных доходов, возникающих от повышения цены на нефть на 1 \$/барр. (и соответствующем повышении цены газа), с величиной денежной базы. Рис. 3 свидетельствует, что такое соотношение быстро падает: с 21% в 1999 г. до всего лишь 8% в 2003 г. – соответственно, ослабляется потенциальное дестабилизирующее влияние внешней конъюнктуры на монетарную сферу. Заметим также, что оба представленных на Рис.3 показателя практически вернулись на уровень 1998 года.

Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что с макроэкономической точки зрения значение экспорта углеводородов последовательно уменьшается. Однако это происходит не за счет появления альтернативных статей экспорта, а за счет общего снижения роли ориентированных на экспорт отраслей (доля экспорта товаров и услуг в ВВП сократилась с 44% в 2000 г. до 35% в 2003 г.)



Интересно сравнить прямое влияние колебаний мировых цен на ВВП (через стоимость экспорта) для России и других ведущих нефтедобывающих стран. Этот показатель зависит и от вклада нефтяного сектора в экономику страны и от того, какая часть продукции сектора экспортируется. Как видно из таблицы, в сопоставимом измерении (% ВВП) российская экономика втрое менее чувствительна к колебаниям внешних цен по сравнению с Саудовской Аравией и Кувейтом, вдвое менее чувствительна, чем Алжир и Венесуэла и сравнима по чувствительности с Норвегией.

Таблица 10. Зависимость экспортных доходов от цен на нефть (2003 г.)

	Экспорт нефти и нефтепрод. (млрд.д.)	ВВП (млрд.д.)	Нефтяной экспорт в % ВВП	Изменение экспорта при изменении цены нефти на 1 д./б. (% ВВП)
Кувейт	18.8	43.6	43%	1.6%
Саудовская Аравия	84.9	211.4	40%	1.5%
Нигерия	22.2	55.8	40%	1.5%
Алжир	16.5	56.2	29%	1.1%
Венесуэла	21.8	89.0	24%	0.9%
Иран	26.1	134.7	19%	0.7%
Норвегия	27.3	190.6	14%	0.5%
Россия	53.9	432.9	12%	0.5%

Источник: данные ОПЕК, оценки автора

С точки зрения оценки общего эффекта внешних условий на российскую экономику важно еще отметить наличие явной положительной связи между величиной конъюнктурного дохода экономики и чистым оттоком капитала без учета наличной валюты (Рис.4). Корреляция между квартальными значениями этих показателей (после очистки оттока от сезонности) в 2000-2003 гг. составила 0,47. Такую связь можно объяснить концентрацией конъюнктурных доходов в нефтегазовом секторе, который не в состоянии достаточно быстро и полно превратить эти ресурсы во внутренние инвестиции, слабость же финансовой системы не позволяет эффективно инвестировать их в другие отрасли.

Бюджетная система

Рассмотрение вклада НГК в формирование бюджетных доходов затрагивает сразу несколько проблем. Во-первых, построенные размеры сектора позволяют уточнить налоговую нагрузку на него, учитывая и ту часть ДС, которая переводится в посредническую сферу. Во-вторых, появляется возможность более точно проанализировать влияние налоговой реформы на нагрузку по отраслям НГК. Наконец, мы рассматриваем роль углеводородного сектора в формировании бюджетных ресурсов и степень зависимости бюджета от колебаний внешней конъюнктуры.

В Таб.11 представлены расчетные показатели налоговой нагрузки, определяемые как отношение уплаченных налогов к полной добавленной стоимости (для НГК - включая ту часть, которая формально была перемещена в торговлю). **В состав налогов включались все, связанные с деятельностью НГК либо начисляемые на продукцию сектора (например, акцизы), даже**

если формально они платились другими отраслями. Данные по нагрузке на НГК не учитывают некоторых из уплаченных посредническими (трейдерскими) компаниями общих налогов (прежде всего налога на прибыль). Однако их учет не мог бы существенно повлиять на результат: во-первых, основная цель перемещения состоит в «оптимизации» налогов, а во-вторых, весь уплаченный в торговле налог на прибыль составлял в 2000-2003 гг. от 0,3% до 0,8% ВВП (и трудно представить, что доля нефтегазовых трейдеров в этой сумме превышала половину).

Полученные результаты говорят о резком росте налоговой нагрузки на НГК в 2000-2001 гг. (что связано, прежде всего, с восстановлением экспортных пошлин). Однако сравнение с нагрузкой в других секторах позволяет сделать неожиданный вывод: **повышение налогообложения углеводородов выглядит столь значительным прежде всего потому, что оно происходило от очень низкого уровня.** Существовавшая в тот период налоговая система не могла в достаточной мере отреагировать на резкое увеличение размеров НГК в результате девальвации. В итоге до 2001 г. нагрузка на нефтегазовый сектор была ниже чем на остальную экономику! Кроме того, начиная с 2000 года в этом секторе появились конъюнктурные сверх-доходы, которые стали облагаться по более высокой норме чем регулярные доходы (что представляется вполне оправданным). Отметим также, что в 2002-2003 годах налоговая нагрузка на НГК в целом снижалась (во многом благодаря реформированию налога на прибыль).

Таблица 11. Налоговая нагрузка (уплаченные налоги в % от полной ДС соответствующего сектора)

	1999	2000	2001	2002	2003
Нефтяная промышленность	25,1%	31,8%	42,8%	43,0%	41,5%
Газовая промышленность	29,5%	30,9%	46,6%	45,4%	37,3%
НГК всего (включая трубопроводы)	26,8%	33,2%	43,3%	41,3%	38,3%
Остальная экономика	32,2%	34,1%	32,4%	32,3%	31,7%
Промышленность (без нефтегазовой)	41,1%	44,7%	43,6%	41,5%	37,1%
Транспорт и связь (без трубопроводного)	42,2%	40,9%	29,3%	22,5%	23,0%
НГК без учета перемещения ДС	43,6%	57,0%	60,9%	59,5%	61,9%

Источник: Расчеты автора и Экономической экспертной группы

При сравнительной оценке налоговой нагрузки в НГК и других секторах следует учитывать, что значительную часть «остальной экономики» составляет не облагаемый налогами неформальный сектор (включающий как принципиально нерегистрируемая активность – такую как работа в личных подсобных хозяйствах, - так и скрываемую от налогообложения деятельность) и нерыночные услуги, где налоговая нагрузка очень мала. Более подходящим объектом сопоставления для НГК представляется в этой связи не остальная экономика в целом, а аналогичные сектора - промышленность и транспорт (в обоих случаях, исключая элементы нефтегазового комплекса). Факт сравнительно низкого налогообложения углеводородов до 2001 года проявляется при этом еще более наглядно. В последующие годы налоговое бремя на НГК находилось практически на таком же уровне, как и для промышленности без нефтегазовой.

Отсутствие данных по разделению уплаченных налогов между нефтепроводным и газопроводным транспортом не позволяет рассчитать нагрузку в целом в нефтяном и газовом секторах. Однако расчеты показывают, что общая нагрузка на добычу и транспортировку газа в последние два года была ниже чем на промышленность без углеводородного сектора.

Последняя строчка Таб.11 иллюстрирует, насколько радикально меняется оценка налоговой нагрузки на углеводородный сектор, если не учитывать перемещенную отсюда добавленную стоимость. В этом случае мы получили бы примерно в полтора раза завышенную оценку налогового бремени, которая действительно могла бы выглядеть тогда запредельной, составляя 60-62% от полной ДС. Кроме того, правильно построенные оценки налоговой нагрузки показывают, что она в последние два года снижалась, а не росла, как можно было бы заключить, если не делать коррекцию на перемещение.

Таблица 12. Поступления в бюджетную систему по источникам (% ВВП)

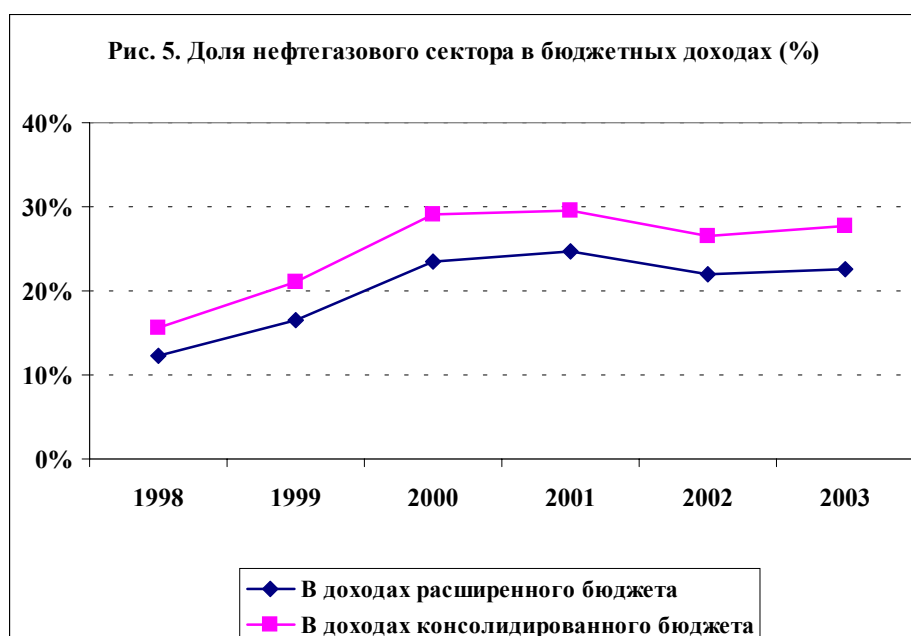
	1999	2000	2001	2002	2003
Из нефтяной промышленности	3,2	5,8	5,6	5,6	5,9
Из газовой промышленности	1,9	2,0	2,5	2,1	1,9
Из трубопроводного транспорта	0,5	1,0	1,1	0,4	0,4
Итого из НГК	5,6	8,7	9,2	8,1	8,2
Другие доходы	28,6	28,6	27,9	28,9	28,2

Источник: расчеты автора и Экономической экспертной группы

В Таб.12 приведены данные о вкладе НГК в бюджетные доходы. Они показывают, что большая часть прироста доходов в послекризисный период была

обеспечена сектором углеводородов (ранее на это обратил внимание Г.Квон⁶). При этом доходы из НГК в процентах ВВП за последние четыре года повышались только за счет нефтедобычи и нефтепереработки, тогда как уровень доходов из газодобычи и трубопроводного транспорта в целом за период не изменился. За ростом доходов из НГК стоят две причины. Во-первых, если сравнивать с 1998 годом (как это делает Г.Квон), девальвация и последующий более чем двукратный рост цен на нефть существенно увеличили размеры нефтегазового сектора (см. Таб.4). Во-вторых, как показано выше, возросла налоговая нагрузка на углеводороды. В то же время отметим, что после 2001 г. поступления в бюджет из НГК постепенно сокращаются.

Как видно на Рис.5, доля доходов расширенного бюджета, поступающих из НГК, после резкого повышения в 2000-2001 гг. до 25%, несколько снизилась и стабилизировалась на уровне 22,0-22,5%. Это означает, что, вопреки распространенному мнению о сверх-значимости углеводородного сектора для бюджета, его вклад даже при высоких ценах на нефть лишь незначительно превышает удельный вес сектора в ВВП. Тем самым еще раз подтверждается вывод о том, что нагрузка в целом на этот сектор отнюдь не чрезмерна.



В консолидированном бюджете роль НГК несколько выше: он обеспечивает 28% ресурсов, хотя и здесь никак нельзя говорить о доминирующем значении данного источника доходов. Определенную проблему создает концентрация

⁶ Kwon G., Post-crisis Fiscal Revenue Developments in Russia: From an Oil Perspective. Public Finance and Management, 3(4), 2003.

углеводородных доходов в федеральном бюджете. Туда направляется 80% таких доходов, в результате чего удельный вес НГК в структуре источников федеральных доходов достаточно высок (33% в 2003 году). Соответственно, сильнее выражена и зависимость федерального бюджета от внешней конъюнктуры.

Как и в случае с вкладом НГК в ВВП и экспортные поступления, платежи из этого сектора в бюджет весьма чувствительны к внешней конъюнктуре. Вопрос о зависимости бюджета от мировых цен на нефть и газ был детально рассмотрен в цитированной выше работе Г.Квона. Он обратил внимание на то, что введение привязанных к мировым ценам экспортных пошлин и НДСИ усилило зависимость бюджета от внешней конъюнктуры. По оценкам Г.Квона чувствительность доходов федерального бюджета (в диапазоне цен на нефть 20-25 \$/барр.) возросла с 0,08% ВВП на каждый доллар изменения цены нефти «Юралс» в 1998 году до 0,35% ВВП в 2003 году. Это означает, что в 2002 г. при «стандартной» конъюнктуре федеральные доходы оказались бы на 1,1% ВВП меньше фактических, а в 2003 г. – на 2,5% ВВП меньше. Сравнивая эти показатели с расходами, мы находим, что при стандартных внешних условиях в 2003 г. федеральный бюджет имел бы дефицит в размере 0,8% ВВП вместо профицита 1,7% ВВП.

Усиление связи между федеральными доходами и внешней конъюнктурой частично объясняется последовательной централизацией ресурсных платежей: если до 2001 года (включительно) они направлялись преимущественно в территориальные бюджеты, то после введения в 2002 году НДСИ основная его часть (75-80%) стала поступать в федеральный бюджет. Таким образом, зависимость бюджетной системы от внешней конъюнктуры точнее характеризуется влиянием мировых цен на налоговые доходы в целом, а не на доходы федерального бюджета.

Расчеты зависимости налоговых поступлений⁷ от мировых цен на нефть и газ (для газа при этом бралось изменение цены, пропорциональное удорожанию нефти на 1 \$/барр., что равнозначно повышению цен экспорта в дальнейшем

⁷ Изменение мировых цен на нефть и газ может также влиять на величину поступающих в бюджет дивидендных доходов от государственных нефтяных и газовых компаний. Однако фактически такие доходы на удивление незначительны: в 2003 г. доходы федерального бюджета от всех принадлежащих государству акций составили лишь 0,1% ВВП.

зарубежье на 4,5 \$/тыс.м.куб. и экспорта в ближнее зарубежье на 2,25 \$/тыс.м.куб.) учитывали:

- Прямую привязку экспортных пошлин углеводородов и НДС на нефть к ценам мирового рынка.
- Изменение прибыли нефтяных и газовых компаний. Здесь делалась коррекция на выявленное перемещение части прибыли из НГК, занижающее базу налога на прибыль.
- Изменение НДС и акцизов при изменении внутренних цен. **Как отмечалось выше**, связь между внешними и внутренними ценами определяется принципом равновыгодности экспортных и внутренних поставок (цены внутреннего рынка растут на величину удорожания экспорта за вычетом увеличения экспортных пошлин). При этом удорожание нефтепродуктов ведет к сокращению прибыли (и, соответственно, налога на прибыль) в других отраслях.

До 2002 года базой ресурсных платежей (в виде платы за недра, платежей на воспроизводство минерально-сырьевой базы) и акцизов служила в основном стоимость нефти и газа во внутренних ценах. Регулируемые внутренние цены на газ считались фиксированными. Для нефти была выявлена слабая связь: анализ ЭЭГ показал, что в период 2000-2003 гг. на 1 доллар повышения цены экспорта в дальнее зарубежье внутренняя цена на нефть росла лишь на 0,2 доллара. Учитывая, что экспортные пошлины (определяющие отличие внутренних цен от внешних) изымали в среднем примерно 35% от конъюнктурных доходов нефтяников, мы получаем значительный (0,45 доллара) разрыв между приростом внутренних и внешних цен, не обусловленный экономическими факторами. Величина такого разрыва хорошо соответствует полученному в настоящей работе выводу о том, что примерно половина ДС сектора перемещается в посредническую сферу за счет трансфертных цен.

Как и выше, физические объемы добычи и экспорта углеводородов и ВВП в целом считались заданными, равными их фактическим величинам. Мы не учитывали также возможное влияние конъюнктуры на уровень зарплаты. Учет этих факторов может несколько повысить оценку чувствительности бюджета к внешним условиям, однако вряд ли существенно ее изменит.

Полученные результаты (Таб.13) совместимы с оценками Г.Квона. Вместе с тем, они дают не столь драматичную картину роста зависимости бюджета от

внешней конъюнктуры. Так, если в диапазоне цен 20-25 \$/барр. чувствительность федерального бюджета от изменения цен на нефть на 1 \$/барр. по оценкам Г.Квона повысилась между 2000 г. и 2003 г. вдвое (с 0,17 % ВВП до 0,35% ВВП), то для расширенного бюджета чувствительность увеличилась менее чем на четверть (с 0,31% ВВП до 0,38% ВВП).

Таблица 13. Рост налоговых доходов при повышении мировых цен (нефть на 1 \$/барр., газ на 4,5 \$/тыс.м.куб.)

	2000	2001	2002	2003
	Млрд.долл.			
Налоги на нефтяной сектор в диапазоне цен:				
<i>15-20 \$/барр.</i>	0,50	0,54	1,11	1,38
<i>20-25 \$/барр.</i>	0,59	0,64	1,11	1,38
<i>Выше 25 \$/барр.</i>	0,61	0,66	1,23	1,57
Налоги на газовый сектор	0,24	0,24	0,23	0,24
	% ВВП			
Налоги на нефтяной сектор в диапазоне цен:				
<i>15-20 \$/барр.</i>	0,19%	0,18%	0,32%	0,32%
<i>20-25 \$/барр.</i>	0,23%	0,21%	0,32%	0,32%
<i>Выше 25 \$/барр.</i>	0,23%	0,22%	0,35%	0,36%
Налоги на газовый сектор	0,09%	0,08%	0,07%	0,06%

Источник: расчеты автора

Таблица 14. Расчетные конъюнктурные доходы расширенного бюджета из НГК (млрд.долл.)

	2000	2001	2002	2003
Нефтяной сектор	4,0	1,9	4,1	10,4
Газовый сектор	0,5	1,4	0,6	1,7
ВСЕГО	4,5	3,3	4,7	12,1
<i>Справочно:</i>				
Цена на нефть (\$/барр.)	26,7	23,0	23,7	27,2
Цена на газ в дальнее зарубежье (\$/тыс.м.куб.)	97,7	120,0	102,7	123,2
Цена на газ в ближнее зарубежье (\$/тыс.м.куб.)	59,1	39,3	41,6	52,1

Источник: расчеты автора

Построенные коэффициенты зависимости налоговых доходов от цен дают возможность рассчитать конъюнктурные поступления в расширенный бюджет из

НГК (Таб.14). Вычитая найденные величины конъюнктурных доходов (из налогов, поступающих из НГК, из полных доходов бюджета и из ДС нефтегазового сектора), мы можем получить расчетные показатели налогообложения углеводородного сектора при «нормальных» ценах.

Результаты, приведенные в Таб.15, позволяют сделать два важных вывода. Во-первых, они показывают, что **стандартизованный вклад НГК в бюджетную систему и доля НГК в доходах расширенного бюджета при стандартных ценах последовательно сокращаются после 2001 года**. Во-вторых, сопоставляя полученные оценки с данными из Таб.8, мы видим, что при **стандартной конъюнктуре поступающие из НГК налоги оказались бы ниже доли этого сектора в ВВП**. Это указывает на возможность повысить нагрузку на сырьевые сектора не только при высоких экспортных ценах (как это делалось в последние годы), но и при нормальной конъюнктуре. Далее, оказывается, что стандартизованная налоговая нагрузка на НГК, после резкого подъема, к 2003 году вернулась к исходному уровню 2000 года. При этом на протяжении всего периода, за исключением 2001 г., она оставалась ниже, чем нагрузка на промышленность без нефтегазового сектора. Иными словами, усиление связи между налогообложением и ценовой конъюнктурой в условиях высоких цен скрыло тот факт, что нагрузка на добычу и экспорт углеводородов при стандартных ценах последовательно снижалась (сократившись за два последних года на четверть!).

Таблица 15. Стандартизованные показатели налоговой нагрузки и поступлений в расширенный бюджет из НГК

	2000	2001	2002	2003
Конъюнктурные поступления из НГК в расширенный бюджет (% ВВП)	1,7%	1,1%	1,3%	2,8%
Стандартизованный вклад НГК в расширенный бюджет (% от скорректированного ВВП)	7,3%	8,3%	6,9%	5,7%
Стандартизованная доля доходов из НГК в расширенном бюджете (%)	19,8%	22,5%	19,0%	16,2%
Стандартизованная налоговая нагрузка на НГК (в % от ДС)	33,7%	44,8%	40,1%	33,5%
Стандартизованная налоговая нагрузка на нефтяную промышленность (% от ДС)	31,9%	45,3%	41,8%	35,2%
Стандартизованная налоговая нагрузка на газовую промышленность (% от ДС)	32,9%	53,6%	49,6%	41,3%

Источник: расчеты автора

Интересно отметить, что, в отличие от фактических, стандартизованные показатели налоговой нагрузки на газовую промышленность устойчиво превышают аналогичные показатели для нефтяной промышленности (хотя объединение добычи и транспортировки газа, по всей видимости, существенно снизило бы оценку нагрузки на газовый сектор). Это объясняется низкой долей изъятия конъюнктурных доходов в газовом секторе по сравнению с нефтяным. В результате соотношение уплачиваемых налогов к ДС в нефтяной отрасли повышается с ростом мировых цен, а в газовом секторе, напротив, снижается.

Как следует относиться к росту чувствительности бюджета к колебаниям внешней конъюнктуры? Нередко это рассматривается как свидетельство ослабления бюджетной системы, повышения ее уязвимости. Некоторые экономисты возражают против более полного изъятия ренты в сырьевом секторе, аргументируя это опасностью дальнейшего усиления зависимости бюджетной системы от неустойчивой внешней конъюнктуры.

С таким мнением нельзя согласиться. На самом деле **устойчивость бюджета определяется не только (и даже не столько) стабильностью доходов, сколько проводимой бюджетной политикой в целом.** Изменчивость доходов в зависимости от внешних условий предъявляет особые требования к бюджетной политике и при правильном ее построении может не создавать фундаментальных проблем.

Прежде всего, необходимо проводить резкую черту между основными (регулярными) и конъюнктурными доходами и принципиально по-разному относиться к ним: конъюнктурные доходы нельзя рассматривать как источник финансирования постоянных обязательств. Именно поэтому важно сознавать, что сочетание благоприятной конъюнктуры и укрепившейся привязки налогов к мировым ценам замаскировали произошедшее в 2003 году падение стандартизованных доходов расширенного бюджета. Неустойчивость доходов несет потенциальную опасность, поскольку **при ухудшении конъюнктуры и падения доходов правительство вынуждено либо резко увеличивать заимствования, либо существенно сокращать свои расходы.** В ряде исследований обнаружено значимое негативное влияние непредсказуемости показателей бюджетной и монетарной политики на инвестиции и

экономический рост⁸. На важность сглаживания странами - экспортерами нефти государственных расходов по отношению к колебаниям внешней конъюнктуры указывают многие авторы (см., например, Barnett, Ossowski, 2002⁹).

Характеристикой устойчивости бюджетной политики может служить величина «структурного баланса», определяемого как разность между расходами и стандартизованными доходами бюджета. Наличие структурного дефицита означает, что после завершения периода благоприятной конъюнктуры правительству придется сокращать расходы либо занимать. Посмотрим, какую бюджетную политику правительство фактически проводило в период высоких цен на углеводороды, начавшийся в 2000 году.

Таблица 16. Исполнение расширенного бюджета (% ВВП)

	2000	2001	2002	2003
Доходы	37.3%	37.1%	37.0%	36.4%
Стандартизованные доходы	35.6%	36.0%	35.7%	33.6%
Расходы	34.2%	33.9%	36.1%	34.5%
Дефицит(-)/профицит(+)	3.1%	3.2%	0.9%	1.9%
Структурный дефицит(-)/ профицит(+)	1.4%	2.1%	-0.4%	-0.9%

Источник: расчеты автора и Экономической экспертной группы

Таб. 16 свидетельствует, что в 2000-2001 гг. бюджетная система не только не направляла конъюнктурные доходы на текущие расходы, но не полностью использовала даже основные доходы. В 2002 г. возникает небольшой структурный дефицит расширенного бюджета (в основном объясняемый тем, что выплаты за приобретение правительством у Банка России Внешторгбанка рассматривались как расходы, хотя правильнее было бы учесть их как деприватизацию в источниках финансирования бюджета), а в 2003 г. структурный дефицит возрастает до 0,9% ВВП. Сочетание структурного дефицита с общим профицитом означает, что конъюнктурные доходы расходовались при этом не полностью. Структурный дисбаланс стал результатом того, что, благодаря налоговой реформе, стандартизованные доходы расширенного бюджета в 2003 г. снизились на 2,0% ВВП по сравнению с 2000 г., тогда как расходы выросли на 0,3% ВВП.

⁸ Aizenmann J., N.Marion, Policy Uncertainty, Persistence, and Growth. Review of International Economics, v.1, 1993.

⁹ Barnett S., Ossowski R. Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries. IMF Working Paper, WP/02/177, 2002.

Таб.17 показывает, на что использовался профицит федерального бюджета. Всего за четыре года использование средств на чистое погашение долга и накопление финансового резерва - т.е. цели, не связанные с текущими расходами, - почти в полтора раза (или на 10 млрд. долларов) превзошло конъюнктурные нефтегазовые доходы.

Таблица 17. Поступление и использование конъюнктурных доходов федерального бюджета (млрд.долл.)

	2000	2001	2002	2003	Всего за 2000-2003
Дополнительные доходы федерального бюджета из НГК ¹⁰	3,0	2,5	4,0	10,9	20,3
Чистое погашение государственного долга	4,2	6,8	1,5	9,9	22,5
в т.ч. внешнего	3,5	6,0	6,2	10,0	25,6
Внутреннего	0,7	0,8	-4,7	-0,1	-3,2
Изменение финансового резерва	3,3	1,2	2,2	0,7	7,4

Источник: расчеты автора

Введение, начиная с 2004 года, Стабилизационного фонда (СФ) создало регулярный механизм преобразования переменных внешних условий в стабильную внутреннюю среду. Однако ожидаемое в скором времени достижение максимальной суммы СФ (500 млрд.руб.) вновь ставит вопрос о возможном использовании конъюнктурных доходов. Нередко подвергается сомнению сама целесообразность формирования СФ.

Для обсуждения возникающих здесь вопросов рассмотрим более общую проблему. Пусть в экономике в результате изменчивости внешних цен случайно и непредсказуемо может возникать конъюнктурный сверх-доход (т.е. доход сверх экономической прибыли). В случае российской экономики речь идет о переменных размерах природной ренты в зависимости от внешней конъюнктуры. Какова в такой ситуации оптимальная налогово-бюджетная политика? Следует ли стремиться изымать в бюджет значительную часть этих доходов, или же высокая доля непостоянных доходов в бюджете будет означать его неустойчивость? Сформулируем задачу так: предположим, выбран желаемый постоянный уровень государственных расходов (измеренный в процентах ВВП) E и экономика получает непредсказуемый конъюнктурный доход. Какая бюджетная политика наиболее целесообразна в такой ситуации?

¹⁰ На основе коэффициентов зависимости доходов от цен мирового рынка, рассчитанных Г.Квоном.

Прежде всего, отметим опасность упрощенного определения “сверхдоходов” в рассматриваемой ситуации. Если цена на нефть может опуститься ниже уровня p_0 , обеспечивающего экономическую прибыль, то сверх-доходами нельзя считать просто всю разность между фактическими доходами и доходами при цене p_0 . Часть такого превышения должна оставаться производителям для покрытия их убытков при низких ценах – это означает, что изыматься должна разница между фактической ценой p и функцией $z(p)$, обеспечивающей в среднем экономическую прибыль ($z(p) = p$ при $p < p_0$, $p_0 < z(p) < p$ в остальных случаях).

Предположим, что средняя величина сверх-доходов равна W . Тогда политика характеризуется сочетанием налоговой нагрузки на «регулярные» доходы T , и долей изымаемых сверх-доходов d . Эти параметры, очевидно, определяют средний уровень структурного дефицита BS :

$$BS = E - (T + dW),$$

который фактически тоже является элементом избираемой бюджетной политики.

При заданных величинах расходов E и структурного дефицита BS чем большая часть конъюнктурных доходов изымается в бюджет, тем меньшая нагрузка может быть установлена на регулярные доходы. Важно, что изъятие сверх-доходов, носящих рентный характер, в отличие от использования общих налогов не оказывает негативного воздействия на экономику.

Поддержание стабильного уровня расходов при использовании конъюнктурных доходов может быть обеспечено одним из двух способов. Первый связан с использованием механизма стабилизационного фонда, т.е. накопления средств при благоприятной конъюнктуре и их использования при неблагоприятной. Второй способ предусматривает погашение долга в периоды высоких цен и заимствования при их падении. Недостатком первого способа служит необходимость инвестирования средств СФ в надежные, но сравнительно низкодоходные активы (как правило, иностранные государственные облигации с высоким кредитным рейтингом). С другой стороны, второй способ также имеет серьезный недостаток: поскольку моменты падения цен непредсказуемы, невозможно облегчить обслуживание долга именно в эти периоды. Тем самым, возникает необходимость больших заимствований в периоды плохой конъюнктуры.

Таким образом, неэффективность в первом случае измеряется разницей доходности по надежным долговым обязательствам иностранных государств и по

российскому долгу. Во втором случае она определяется разрывом в доходности российского долга при хорошей и плохой конъюнктуре (усугубляемой в последнем случае необходимостью масштабных заимствований). Разница между доходностью наиболее надежных облигаций и еврооблигаций России составляет в настоящее время примерно 3 процентных пункта. В то же время падение цен на нефть с фактического уровня 2003 года (27 \$/барр.) до стандартного уровня 20 \$/барр. (и соответствующее снижение цен на газ) при тех же бюджетных расходах и в отсутствие финансового резерва потребовало внешних заимствований примерно на 5 млрд.долл. в год; при падении цен до 15 \$/барр. необходимые внешние заимствования выросли бы до 10 млрд.долл. Столь резкое увеличение заимствований в условиях неблагоприятной конъюнктуры резко и надолго повысило бы процентные ставки по российскому долгу (как государственному, так и частному).

Отметим, что при обоих способах изъятие конъюнктурного дохода в бюджет оказывает стабилизирующее действие не только на бюджет, но и на монетарную сферу: в периоды, когда доходы выше среднего уровня, избыток средств превращается в отток капитала (за счет погашения внешнего долга либо инвестирования средств СФ в иностранные активы), при снижении доходов ниже нормального уровня происходит приток капитала: накопленные средства СФ возвращаются либо значительно увеличиваются заимствования. Полное изъятие конъюнктурных доходов экономики в стабилизационный фонд полностью решало бы основную макроэкономическую задачу Центрального банка последних лет, автоматически предотвращая избыточное укрепление рубля и рост инфляции при высоких ценах на нефть.

В переходных экономиках появляется еще одно потенциально эффективное направление использования конъюнктурных доходов: проведение структурных реформ – прежде всего тех, которые обеспечивают экономию бюджетных средств в будущем.

Таб.18 иллюстрирует преимущества политики максимального изъятия конъюнктурных доходов с использованием механизма стабилизационного фонда.

Проведенный анализ свидетельствует, что **при правильном управлении бюджетными средствами, чем большая часть конъюнктурных доходов изымается, тем выше качество фискальной политики.**

Таблица 18. Оценка вариантов использования конъюнктурных доходов

<i>Стратегия</i>	Полное изъятие сверх-доходов		Частичное изъятие сверх-доходов	
	Стаб. Фонд	Погашение/ заимств.	Стаб. Фонд	Погашение/ заимств.
<i>Показатель</i>				
Налоговая нагрузка на регулярные доходы	Низкая	Низкая	Умеренная	Умеренная
Уровень заимствований	Низкий	Низкий	Умеренный	Умеренный
Потребность в заимствованиях при ухудшении конъюнктуры	Низкая	Умеренная	Умеренная	Высокая
Стабильность платежного баланса	Высокая	Умеренная (часть доп. заимствований - с внутр. рынка)	Умеренная	Низкая

В таблице 19 представлена оценка доли изъятия в бюджетную систему дополнительных доходов экономики от повышения мировых цен на нефть и на газ, предусматриваемая российской налоговой системой в разные годы. Построенные оценки показывают, что, в нефтяном секторе, начиная с 2002 года, изымаемая в бюджет доля конъюнктурных доходов последовательно повышается. В 2004 году эта доля, в зависимости от ценового диапазона, составляла 62-70%, а принятые изменения НДС и шкалы экспортных пошлин на нефть доведут в 2005 году долю изъятия при высоких ценах до 87%. В газовом секторе, напротив, доля изъятия низка (в 2-3 раза ниже чем в нефтяной отрасли) и продолжает снижаться.

С другой стороны, расширяется практика использования конъюнктурных доходов на текущее потребление. По моим расчетам, в 2004 году федеральный бюджет будет иметь структурный **профицит** порядка 0,3% ВВП, **но** в проекте Закона о федеральном бюджете на 2005 **уже** заложен структурный дефицит 0,78% ВВП. Сам по себе **дисбаланс** таких **размеров** не представляет макроэкономической угрозы (особенно принимая во внимание небольшие нынешние размеры государственного долга), но постепенный рост структурного дефицита и решение использовать конъюнктурные доходы в 2005 году на замещение потерь от снижения ЕСН, демонстрируют опасную тенденцию размывания граней между основными и конъюнктурными доходами.

Резюмируя, можно сказать, что серьезную угрозу для устойчивости бюджета представляет не само по себе повышение его зависимости от внешней конъюнктуры, а сочетание этого процесса с неправильным

использованием конъюнктурной части доходов. К сожалению, последние действия правительства в данном вопросе оказались непоследовательными: шаг в правильном направлении – создание стабилизационного фонда, - был ослаблен установлением сравнительно небольшого предела его накопления (500 млрд.руб.) и отсутствием в законодательстве четких указаний, на что могут использоваться конъюнктурные доходы после достижения такого предела.

Таблица 19. Доля изъятия конъюнктурного дохода в бюджетную систему¹¹

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Налоги на нефтяной сектор в диапазоне цен:						
<i>15-20 \$/барр.</i>	32,4%	32,3%	56,8%	62,1%	62,1%	60,1%
<i>20-25 \$/барр.</i>	38,2%	38,2%	56,8%	62,1%	62,1%	69,0%
<i>Выше 25 \$/барр.</i>	39,4%	39,4%	62,8%	70,3%	70,3%	86,7%
Налоги на газовый сектор	31,8%	33,9%	32,2%	32,5%	28,1%	28,1%

Источник: расчеты автора

Вклад НГК и внешней конъюнктуры в экономический рост

На Рис.6 представлены расчетные индексы роста добавленной стоимости в НГК в постоянных ценах. Мы видим, что в последние два года нефтяной сектор демонстрировал очень высокие темпы роста (12-13%). В 2000-2001 гг. углеводородный сектор, напротив, сильно отставал от общего роста экономики. Однако при этом опережающими темпами (в 2-3 раза превышающими средние по экономике) увеличивались инвестиции в НГК (Таб.20). Это во многом обеспечило наращивание производства в наиболее быстро развивавшихся в этот период отраслях: строительстве и машиностроении и предопределило последующий рост добычи нефти.

Правда, как показывает Таб.21, быстрый рост инвестиций в НГК стал возможен отчасти потому, что начинался от очень низкого уровня (как и в случае с изменением налоговой нагрузки). Доля этого сектора в инвестициях до 2001 года была ниже его удельного веса в ВВП (для сравнения: вклад транспорта, не считая трубопроводного, в инвестиции в 2-3 раза превышал его долю в ВВП). Несмотря на повышение роли углеводородного сектора в формировании инвестиций, она все еще не намного превышает долю НГК в ВВП.

¹¹ Для агрегации показателей за 2004-2005 гг. используется фактическая структура поставок 2003 года. Для 2004 г. оценки даны по состоянию налогового законодательства на начало года.

В целом за четырехлетие с 2000 г. по 2003 г. НГК вырос заметно меньше чем экономика в целом. При этом быстро росли экспортные поставки сырой нефти (на 64%), при сравнительно небольшом увеличении поставок на внутренний рынок (Таб.22). Такая ситуация отражает растущую энергоэффективность экономики (отчасти из-за больших фиксированных энергозатрат). В целом рост в нефтяном секторе заметно превышал рост в остальной экономике, однако это было компенсировано спадом в газовом секторе.

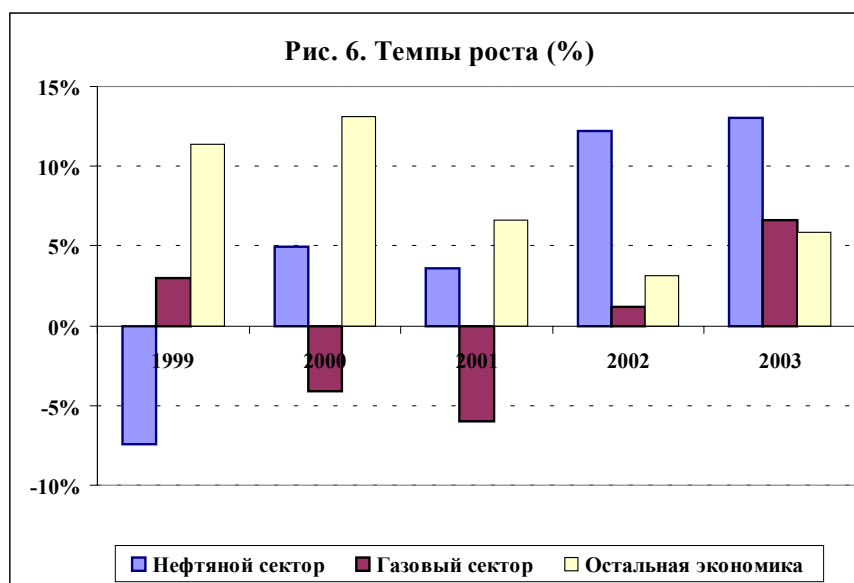


Таблица 20. Темп роста инвестиций в основной капитал¹² (%)

	2000	2001	2002	2003	Всего за 2000-2003
Добыча нефти	51,1	23,6	-15,1	19,2	89,0
Нефтепереработка	140,0	15,6	-9,5	-1,9	146,3
Добыча газа	44,4	5,0	-1,0	24,8	87,3
Трубопроводный транспорт	69,6	22,8	-18,2	-11,7	50,4
НГК всего	58,9	19,5	-13,4	10,2	81,2
Всего по экономике	17,4	10,0	-1,7	11,1	41,0

Источник: Госкомстат

Таблица 21. Доля отраслей НГК в инвестициях в основной капитал³ (%)

	1999	2000	2001	2002	2003
Добыча нефти	8,8	11,6	12,7	12,8	13,3
Нефтепереработка	0,8	1,8	1,7	2,0	1,5
Добыча газа	3,4	4,3	3,9	4,8	4,9
Трубопроводный транспорт	4,7	6,9	7,6	7,7	5,8
НГК всего	17,7	24,6	25,9	27,2	25,5
Промышленность без топливной	24,3	20,8	20,3	23,2	22,6
Транспорт без трубопроводного	13,8	14,2	13,1	11,4	12,2

¹² По крупным и средним предприятиям

Источник: Госкомстат

Таблица 22. Изменение ДС в постоянных ценах (%)

Элемент НГК	2003 г. по сравнению с 1999 г.
Экспорт сырой нефти в дальнее зарубежье	64,3
Экспорт сырой нефти в ближнее зарубежье	106,4
Экспорт сырой нефти всего	67,4
Экспорт нефтепродуктов	33,4
Внутренние поставки нефтепродуктов	5,5
Нефтепродукты всего	14,5
Итого нефтяной сектор	38,0
Экспорт газа в дальнее зарубежье	7,2
Экспорт газа в ближнее зарубежье	-37,6
Внутренние поставки газа	2,8
Итого газовый сектор	-2,8
ИТОГО НЕФТЕГАЗОВЫЙ КОМПЛЕКС	25,3
ОСТАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА	31,7
ЭКОНОМИКА ВСЕГО	29,9

Источник: расчеты автора

Прямой вклад углеводородного сектора в рост экономики (т.е. соотношение между приростом ДС в постоянных ценах в данном секторе и в экономике в целом) представлен в Таб.23. Эти данные еще раз подчеркивают возросшее значение нефтяного сектора как локомотива экономической динамики в 2002-2003 гг., когда он обеспечивал от трети до половины общего роста ВВП.

Таблица 23. Прямой вклад НГК в рост экономики (% от общего роста ВВП)

	2000	2001	2002	2003	Всего за 2000-2003
Нефтяной сектор	9,7%	13,2%	47,9%	34,9%	24,8%
Газовый сектор	-3,6%	-9,0%	1,7%	5,9%	-0,8%
НГК всего	6,1%	4,2%	49,6%	40,9%	23,9%

Источник: расчеты автора

Наконец, рассмотрим самый непростой вопрос: какую роль в послекризисном росте экономики сыграла (с учетом всех прямых и косвенных эффектов) благоприятная внешняя конъюнктура?

Широко распространенное представление о дорогой нефти как доминирующей причине нынешнего быстрого развития российской экономики основано, главным образом, на впечатляющих показателях развития нефтяного сектора и общем факте, что благоприятная внешняя конъюнктура «при прочих равных» положительно сказывается на росте. Экономическая теория предсказывает, что позитивное влияние должно оказывать только изменение условий торговли. На протяжении послекризисного периода цены на нефть радикально выросли в 1999-2000 гг., в последующие годы не выходя за уровень 2000 года. Соответственно, согласно теории внешняя конъюнктура могла дать лишь первоначальный толчок послекризисному росту, но не поддерживать его. В реальных условиях ограниченная доступность кредитных ресурсов приводит к тому, что внутренний спрос (и инвестиционный, и потребительский) в значительной степени определяется текущими доходами. Это означает, что фактически не только изменение, но и уровень цен на нефть могут ускорять рост экономики. Побочным эффектом роста экспортных цен может стать укрепление рубля и соответствующее снижение конкурентоспособности.

Действие описанных общих механизмов модифицируется как поведением экономических агентов, так и действиями денежных властей. Так, если дополнительные доходы от экспорта будут полностью инвестироваться в иностранные активы, т.е. переводиться в отток капитала, то влияние условий торговли на текущее развитие экономики будет минимальным. Выше рассматривалась связь между величиной конъюнктурного дохода и оттоком капитала из частного сектора. Обратимся теперь к действиям правительства и Центрального банка, защищающими экономику от колебаний конъюнктуры.

Как известно, все последние годы Банк России проводил политику сглаживания долгосрочных отклонений конъюнктуры от «нормального» состояния. В условиях высоких цен на углеводороды это означало накопление золотовалютных резервов. Препятствуя чрезмерному укреплению рубля, ЦБ нарастил за период 2000-2003 гг. золотовалютные резервы на 64 млрд.долл. С экономической точки зрения это равнозначно превращению внутреннего спроса в отток капитала – следовательно, действия монетарных властей ослабляли эффект благоприятной конъюнктуры. Аналогичный эффект имело отмеченное выше использование конъюнктурных доходов бюджета для погашения внешнего долга. Начиная с 2004 года, дополнительные бюджетные доходы направляются в

стабилизационный фонд и инвестируются в иностранные активы. Таким образом, реакция денежных властей на благоприятную конъюнктуру приводила и продолжает приводить к переводу конъюнктурных доходов экономики в отток капитала вместо дополнительного инвестиционного, потребительского или государственного спроса.

Накопление иностранных активов государством и частным сектором в принципе также косвенно улучшает условия для экономического роста, поскольку снижает риски и, тем самым, процентные ставки. Однако, такой эффект носит существенно нелинейный характер. Повышение золотовалютных резервов с 12 млрд.долл. до 27 млрд.долл. в 2000 году укрепило макроэкономическую стабильность, но примерно такое же наращивание резервов (с 34 млрд.долл. до 47 млрд.долл.) в 2002 году вряд ли заметно сказалось на рисках.

Сопоставить интегральные эффекты роста цен на нефть и оттока капитала позволяет исследование авторов Экономической экспертной группы¹³. Используя полученные в этой работе эконометрические оценки, мы получаем, что в условиях 2003 года повышение цены нефти на 1 \$/барр. при прочих равных увеличило бы ВВП на 0,37%. С другой стороны увеличение оттока капитала (в частности, за счет накопления золотовалютных резервов) на всю величину дополнительных экспортных доходов (равную 2,4 млрд.долл.) сократило бы ВВП на 0,33%. Следовательно, воздействие на ВВП конъюнктурного дохода и равного ему по величине оттока капитала почти полностью погашают друг друга. Это означает, что суммарный эффект благоприятной конъюнктуры и реакции на нее частного сектора и денежных властей практически может быть оценен просто соотношением между величиной конъюнктурных доходов и дополнительным оттоком капитала.

Как показывает Таб.24, суммарные конъюнктурные доходы за период 2000-2003 гг., оцененные с помощью агрегированных индексов цен на товары российского экспорта, составили 68 млрд. долл. (в том числе по углеводородам – 56 млрд.долл.). Отток капитала за счет накопления золотовалютных резервов и погашения внешнего долга за это время был существенно большим: он равнялся 90 млрд.долл. Добавление дополнительного оттока из частного сектора еще увеличило бы эту величину.

¹³ Экономическая экспертная группа. Инфляция и валютная политика. Вопросы экономики, 2003, №12.

Таблица 24. Величина и использование конъюнктурных доходов экономики (млрд.долл.)

	2000	2001	2002	2003	Итого за 2000-2003
Полный конъюнктурный доход экономики	21,2	15,7	0,0	31,3	68,2
<i>в том числе:</i>					
Конъюнктурный доход по нефтегазовому комплексу	14,0	9,5	9,4	22,6	55,5
Отток капитала по каналам государства	18,9	12,7	19,4	39,1	90,0
<i>в том числе:</i>					
Изменение золотовалютных резервов	15,4	6,7	13,2	29,1	64,4
Чистое погашение внешнего долга	3,5	6,0	6,2	10,0	25,6

Источник: расчеты автора

Суммарный эффект внешних условий и действий денежных властей может быть представлен «эффективным индексом конъюнктуры» I_k . Он определяется как разность между фактическим индексом цен на товары российского экспорта (I_ϕ) и расчетным эффектом прироста золотовалютных резервов (ΔI_p) на величину ΔR и чистого погашения внешнего долга (ΔI_d) на сумму ΔD :

$$I_k = I_\phi - \Delta I_p - \Delta I_d,$$

где $\Delta I_p = \Delta R / (E - K_3)$, $\Delta I_d = \Delta D / (E - K_3)$, $(E - K_3)$ – как и выше, стоимость экспорта, очищенная от конъюнктурного дохода. Построение такого индекса оправдано полученным выше выводом об эквивалентности (с обратным знаком) последствий поступления конъюнктурных доходов и равного по величине оттока капитала. Это позволяет считать, что дополнительный отток капитала на сумму F оказывает на рост экономики такое же действие как снижение экспортных цен, приводящее к потере экспортных доходов на ту же величину F .

Приведенные в Таб.25 результаты свидетельствуют, что экспортные цены на российские товары в последнее четырехлетие были на 15% выше среднего уровня (в качестве которого брались средние цены за период с 1992 г. по 2003 г.). Однако **фактически наша экономика не пользовалась преимуществами высоких цен: с макроэкономической точки зрения она жила как бы при ценах ниже стандартных.**

Таблица 25. Расчет эффективного индекса внешней конъюнктуры

	2000	2001	2002	2003	В среднем за 2000-2003 гг.
Индекс экспортных цен	120,2%	115,4%	100,0%	123,3%	115%
Эффект накопления резервов	-17,6%	-7,6%	-12,3%	-26,4%	-16%
Эффект погашения долга	-4,0%	-6,8%	-5,7%	-9,1%	-6%
Расчетный "эффективный индекс конъюнктуры"	98,5%	101,0%	82,0%	87,8%	92%

Источник: расчеты автора

Полученные выводы вовсе не означают, что власти не смогли правильно распорядиться предоставившимся счастливым случаем. Правительство использовало высокие цены для практически полного решения долговой проблемы (которая после кризиса 1998 года представлялась главной макроэкономической угрозой), а Центральный банк «обменял» благоприятные внешние условия на ограниченное укрепление рубля и снижение будущих валютных рисков. Можно обсуждать, насколько оправданным был такой размен, но в любом случае ясно, что невозможно одновременно пользоваться всеми выгодами благоприятных внешних условий и иметь слабый и стабильный рубль.

Подводя итог, можно заключить, что **влияние внешней конъюнктуры на развитие российской экономики имеет смысл рассматривать только с учетом ответных действий денежных властей**, которые могут блокировать действие обычных механизмов передачи в экономику конъюнктурных доходов. Суммарное действие всех факторов можно оценить с помощью эконометрических моделей зависимости темпов роста от внешних условий. Построенная в Экономической экспертной группе модель показала, что в последние годы «стандартный» темп роста составлял примерно 5%, отклонения от этого уровня определялись изменением мировых цен. Поскольку в среднем в 2000-2003 гг. экономика росла на 6,8% в год, можно сделать вывод, что в целом **конъюнктурный фактор определил лишь четверть фактического роста, т.е. был далеко не главной его причиной**. Согласно оценкам Г.Куранова¹⁴ средний темп роста при стандартных ценах составил бы 5,3%. Еще ниже оценивается роль благоприятной конъюнктуры в недавнем выпущенном ОЭСР обзоре российской экономики¹⁵: в

¹⁴ Г.Куранов. О соотношении конъюнктурного и состоятельного роста российской экономики. Доклад на V Международной конференции ВШЭ «Конкурентоспособность и модернизация экономики». М., 2004.

¹⁵ Российская Федерация. Серия «Экономические обзоры», ОЭСР, июль 2004.

этом докладе гипотетический среднегодовой рост при постоянной цене на нефть 19 \$/барр. оценивается в 5,8%. Тем самым влиянию конъюнктурного фактора приписывается лишь 15% от общего экономического роста.

Чем же тогда определялся «неконъюнктурный» рост экономики? В качестве ведущих причин можно назвать:

- Переход после кризиса к более адекватной макроэкономической политике (соответствующей фундаментальным характеристикам экономики курсовой политике, ответственной бюджетной политике). Это, в частности, позволило уйти от прежней виртуальной «экономики неплатежей».
- Резкое снижение реального уровня оплаты труда и сдерживание регулируемых государством тарифов естественных монополий, увеличившие конкурентоспособность экономики.
- Улучшение инвестиционного климата (за счет как повышения общей политической и макроэкономической стабильности, так и проводимых реформ) активизировавшее инвестиционный процесс.
- Начавшееся действие механизмов рыночной экономики. Во всех переходных экономиках за периодом трансформационного спада следовало оживление, поскольку формирование эффективного собственника и завершение начального накопления приводили в действие рыночные силы.

На начальной стадии послекризисного развития толчок развитию дала и девальвация, хотя ее эффект в целом неоднозначен: во многих странах девальвация приводила не к подъему, а к глубокому спаду экономики.

На первый взгляд может показаться, что суждения о сравнительно незначительной роли благоприятной конъюнктуры приходят в противоречие с приведенными выше (Таб.23) данными о большом прямом вкладе углеводородного сектора в рост ВВП. На самом деле такой вклад и роль конъюнктуры – принципиально разные вещи. С одной стороны, эффект благоприятных условий торговли не обязательно проявляется в отраслях, непосредственно выигрывающих от них: дополнительные доходы могут давать толчок росту других секторов за счет расширения инвестиционного, потребительского и государственного спроса. Эти механизмы могут ослабляться реакцией частного сектора и властей. С другой стороны, прямой вклад НГК в рост может быть вообще не связан с конъюнктурой – в том случае, если сектор имеет достаточные стимулы и ресурсы для развития и при стандартных внешних ценах.

Полученные нами результаты свидетельствуют, что именно такая ситуация имеет место в российской экономике.

Сказанное вовсе не означает, что наша страна уже вышла на траекторию устойчивого роста. Факторы, обеспечившие рост последних лет, будут действовать и дальше, только если удастся решить такие ключевые проблемы как реструктуризация естественных монополий, формирование новой модели отношений между бизнесом и властью, сокращение коррупции, создание независимой и неподкупной судебной системы, развитие финансового сектора и т.д.

Выводы

Проведенный анализ позволяет сделать следующие выводы.

1. Основные показатели значимости нефтегазового комплекса для российской экономики (вклад в ВВП, экспорт углеводородов в процентах от ВВП, доля в доходах расширенного бюджета) в период с 2000 г. по 2003 г. оставались стабильными либо снижались. Аналогичные показатели, очищенные от влияния колебаний мировых цен, последовательно снижались. Это объясняется главным образом **общим сокращением роли ориентированных на экспорт отраслей** по мере укрепления рубля.
2. Быстро ослабевает потенциал дестабилизирующего воздействия на российскую экономику колебаний внешней конъюнктуры: уменьшается соотношение дополнительных экспортных доходов при изменении цены нефти на 1 \$/барр. к ВВП, падает соотношение стоимости таких дополнительных доходов к величине денежной базы.
3. Налоговая реформа значительно повысила за последние годы долю изъятия в бюджет конъюнктурных доходов нефтяного сектора. Такая политика потенциально может способствовать укреплению макроэкономической устойчивости и ускорению роста, но предъявляет особые требования к управлению получаемыми доходами. Однако фактически более полное налогообложение конъюнктурных доходов сопровождается непоследовательной политикой их использования: с одной стороны, созданием стабилизационного фонда, а с другой - постепенным увеличением структурного дефицита и стиранием различий между конъюнктурными и регулярными доходами. Продолжение данной тенденции может серьезно снизить устойчивость бюджетной системы.

4. От 6% до 11% ВВП ежегодно перемещается из НГК в посредническую сферу за счет механизма трансфертных цен. Учет этой части ДС радикально меняет оценку налоговой нагрузки на нефтегазовый комплекс. Оказывается, что до 2001 года налоговая нагрузка на НГК была значительно ниже, а в последующие годы равной нагрузке на остальную промышленность. Вклад НГК в формирование доходов расширенного бюджета примерно соответствует его удельному весу в ВВП.
5. Еще больше меняет представление о значимости НГК для бюджетной системы дополнительная коррекция показателей на конъюнктурные доходы. Оказывается, что при стандартных внешних условиях налоговая нагрузка на НГК снизилась бы за 2002-2003 гг. на четверть, до уровня ниже нагрузки на остальную промышленность. Вклад НГК в расширенный бюджет был бы меньше размеров этого сектора.
6. Быстрое развитие нефтяного сектора внесло значительный вклад в рост экономики последних лет. Вместе с тем, роль благоприятной внешней конъюнктуры в достижении высоких темпов роста была далеко не решающей: в период 2000-2003 гг. она определяла, по разным оценкам, от одной шестой до четверти фактического роста ВВП. Это объясняется тем, что, с одной стороны, российский НГК имеет достаточно ресурсов и стимулов для развития не только при высоких, но и при средних ценах, а с другой стороны, косвенное воздействие благоприятных условий торговли на экономику через расширение внутреннего спроса в основном погашалось мерами правительства и Центрального банка по сглаживанию эффекта колебаний внешней конъюнктуры.
7. Тенденции развития нефтяного и газового сектора в последние годы радикально различались: если первый вырос за 2000-2003 гг. на 38%, то в газовом секторе добавленная стоимость в постоянных ценах сократилась. Принципиально различаются и подходы к налогообложению этих секторов: в нефтяном секторе изъятие конъюнктурных доходов последовательно возрастает, а в газовом оно, напротив, сокращается.

Следует отметить, что эффект конъюнктуры рассматривался в работе для периода 1999-2003 гг., когда экспортные цены находились на стандартном или высоком уровне. Соответственно, полученные выводы нельзя распространять на ситуацию низких цен: мы показали, что разница между уровнями цен на нефть 25

или 20 \$/барр. не была значимой для российской экономики, но из этого не следует, что разница между ценами 20 и 15 \$/барр. также не было бы существенным. Можно лишь сказать, что результаты оказались бы смягчены «зеркальными» мерами правительства и ЦБ: продажей валюты и использованием средств стабилизационного фонда. Возможный эффект в диапазоне цен ниже среднего уровня требует дополнительных исследований.