

БЮДЖЕТНАЯ И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯХ НЕСТАБИЛЬНОЙ ВНЕШНЕЙ КОНЪЮНКТУРЫ

Проблемы, порождаемые зависимостью российской экономики от колебаний внешней среды, уже несколько лет находятся в центре общественного внимания. Дискуссия относительно использования сверхдоходов от экспорта нефти, накапливаемых в Стабилизационном фонде (СФ), вышла далеко за рамки профессионального обсуждения. Отражением этого стал, в частности, проведенный ВЦИОМ опрос общественного мнения относительно использования средств Стабилизационного фонда, в ходе которого 88% населения высказались за их расходование¹. Диапазон подходов экспертов весьма широк и простирается от требований полностью тратить эти средства на первоочередные нужды до предложений расширить сберегаемую часть нефтяных доходов.

Вместе с тем с экономической точки зрения обсуждение носит бессистемный характер: большинство участников в зависимости от занимаемой позиции концентрируются на одних сторонах проблемы, игнорируя остальные. В ходе дискуссии смешиваются объективные требования к макроэкономической политике, вытекающие из зависимости российской экономики от внешних условий, и выбор конкретного варианта политики. В результате серьезный анализ выгод и рисков, связанных с различными способами использования благоприятной конъюнктуры, оказался вытеснен

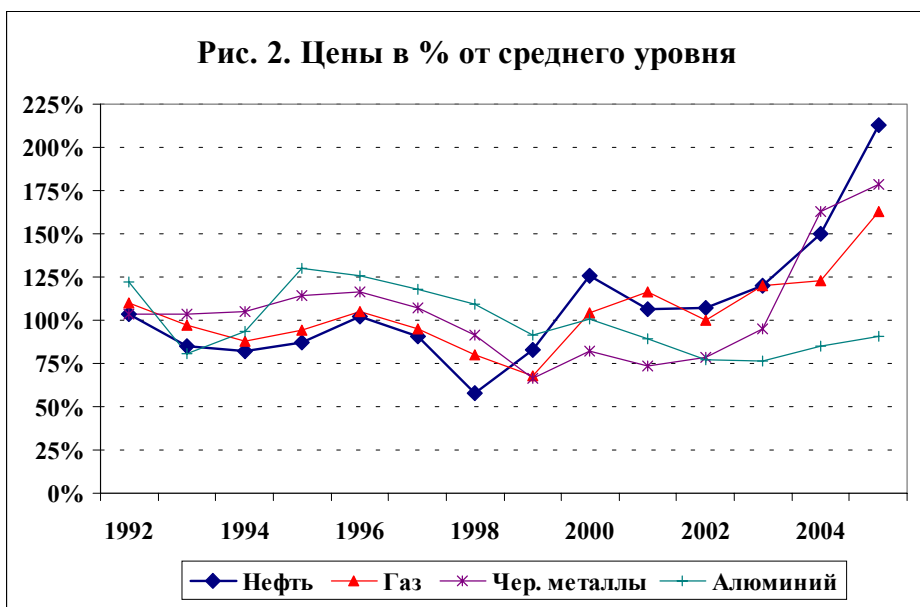
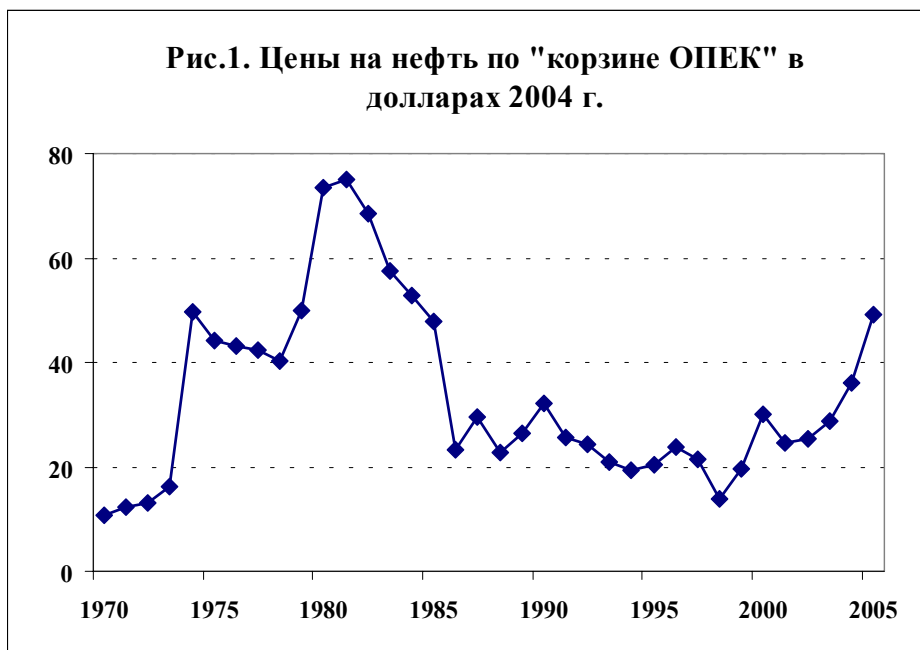
¹ ВЦИОМ. Пресс-выпуск. 2005. Июль. № 244.

политизированной дискуссией с преобладанием популистских аргументов. В настоящей работе предпринята попытка провести всесторонний экономический анализ проблемы, объединяющий все ее аспекты.

Основным фактором нестабильности внешней среды служат резкие и непредсказуемые колебания мировых цен на экспортируемые нашей страной товары и прежде всего цен на нефть. Их динамика² с учетом инфляции доллара показывает, что текущие цены являются рекордно высокими только в номинальном выражении (см. рис.1). Реальная же стоимость нефти (то есть скорректированная на инфляцию) все еще заметно уступает уровню начала 1980-х годов. Кроме того, изменчивы также цены на газ, черные и цветные металлы и некоторые другие сырьевые товары (на рисунке 2 они представлены с учетом инфляции доллара в процентах от среднего уровня в период 1992–2004 гг., на протяжении которого цены колебались вокруг относительно постоянной величины). Отклонение от средних цен составляло в отдельные годы (не считая 2005 г.): для нефти – от -42 до +50%, для газа – от -32 до +23%, для черных металлов – от -33 до +63%. В 2005 г. цены на нефть превысили средний уровень более чем вдвое, на газ – на 66%.

При этом цены на многие сырьевые товары связаны между собой. Так, в 1992–2005 гг. корреляция цен на нефть с ценами на газ составляла 92%, с ценами на никель – 85%, с ценами на черные металлы – 72%. Исключение составляет алюминий, цена которого отрицательно коррелирует с ценой на нефть (-29%).

² Приведенные цены по «корзине ОПЕК» обычно превышают цену на нефть марки «Юралс» на 0,5–1,5 долл./барр.



Зависимость российской экономики от внешней среды определяется сохраняющейся ее сырьевой ориентацией. В 2004–2005 гг. углеводороды и металлы обеспечивали более 3/4 стоимости российского товарного экспорта, а доля налогов, собранных в нефтегазовом комплексе, составила около 30% всех доходов бюджетной системы. При этом амплитуда колебаний мировых цен на сырье несравненно выше, чем на обработанную продукцию. Это связано как с естественной ограниченностью природных запасов, так и со слабостью

конкуренции на сырьевых рынках, носящих выраженный олигопольный характер.

Дополнительным источником внешнего влияния служит изменение потоков капитала, включающее трендовую составляющую и конъюнктурные колебания (обусловленные волатильностью условий на международных финансовых рынках и другими факторами). Однако для России эффект таких колебаний существенно меньше, чем роль ценовой конъюнктуры: динамика чистого вывоза капитала частным сектором в целом была достаточно устойчивой и предсказуемой.

Колебания экспортных цен на сырьевые товары создают серьезные проблемы во многих сферах. С одной стороны, резкое изменение валютных поступлений может приводить к скачкам обменного курса, инфляции и процентных ставок. С другой стороны, становятся нестабильными доходы бюджета, что требует частого пересмотра либо величины государственных расходов, либо налоговых ставок, либо размеров заимствований. Наконец, волатильность сказывается и на финансовом состоянии частного сектора, что в условиях неразвитости финансовой системы способствует колебаниям потребительского и инвестиционного спроса и темпов роста экономики.

Важна не только изменчивость сырьевых цен, но и их непредсказуемость. Так, фактические цены на нефть в последние годы неизменно отличались от прогнозов, использовавшихся при подготовке бюджетов на очередной год. В результате основные макроэкономические показатели серьезно отклонялись от их ожидаемых значений (см. табл. 1). И дело здесь не в несовершенстве используемых правительством методов прогнозирования (предсказания авторитетных международных организаций и независимых экспертов оказывались столь же далекими от реальных значений), а в принципиальной неопределенности факторов внешней среды и высокой зависимости от них показателей российской экономики.

Таблица 1

**Прогнозные показатели, предусматриваемые законами о федеральном бюджете,
и их фактические значения**

<i>Показатели</i>		1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Цены на нефть марки "Юралс" (долл./барр.)	<i>прогноз</i>	н/д	19,0	21,0	23,5	21,5	22,0	26,0
	<i>факт</i>	17,1	26,7	23,0	23,7	27,2	34,4	50,6
Инфляция (%)	<i>прогноз</i>	30,0	18,0	12,0	14,0	12,0	10,0	8,5
	<i>факт</i>	36,5	20,2	18,6	15,1	12,0	11,7	10,9
Среднегодовой обменный курс (руб./долл.)	<i>Прогноз</i>	21,5	32,0	30,0	31,5	34,0	31,3	30,2
	<i>Факт</i>	24,7	28,1	29,2	31,3	30,7	28,8	28,3
Доходы федерального бюджета*	<i>отклонение от прогноза (%)</i>	29	42	34	20	26	49	54

*Для сопоставимости в доходах федерального бюджета не учитывается ЕСН, который начиная с 2002 г. зачисляется туда с последующим полным перечислением в Пенсионный фонд.

Непредсказуемость и изменчивость ключевых макроэкономических показателей (инфляции, обменного курса, процентных ставок), как продемонстрировано во многих исследованиях, оказывают сильное негативное влияние на инвестиции и экономический рост. Это связано прежде всего со значительным снижением эффективности инвестиционных проектов из-за неопределенности ожидаемых показателей инфляции и обменного курса и сокращением инвестиций вследствие макроэкономических рисков. Волатильность отрицательно воздействует на темпы экономического роста: ее увеличение на одно стандартное отклонение замедляет рост экономики на 1,3% в год³. Особенно сильно негативный эффект проявляется в странах с недостаточно развитой финансовой системой, слабыми государственными институтами и в случае проведения правительством проциклической фискальной политики.

Представление о масштабах проблем, связанных с изменением внешних условий, может дать следующий пример. Если бы в 2004–2005 гг. правительство РФ и Центральный банк не реагировали на подорожание

российских экспортных товаров, то обменный курс доллара упал бы более чем вдвое – до уровня ниже 15 руб., создав сильнейший шок для производителей. В дальнейшем, при снижении мировых цен курс столь же резко изменился бы в обратную сторону. Соответствующие колебания государственных расходов достигли бы 10% ВВП. **Таким образом, в отсутствие специальных мер колебания внешних условий приводили бы к постоянным потрясениям в российской экономике, тем самым существенно замедляя ее рост.**

Важно также отметить, что возможности денежных властей варьировать макроэкономические параметры в ответ на изменение внешних условий существенно ограничены. Это касается в первую очередь бюджетных доходов и расходов: невозможно без серьезных долгосрочных последствий сократить обслуживание государственного долга, политически чрезвычайно сложно снизить зарплату работникам бюджетного сектора или свернуть ключевые социальные программы, трудно (и вредно для развития экономики) часто пересматривать налоговые ставки. Резкое изменение обменного курса способно привести к кризису банковской системы (именно поэтому в 1998 г. Центральный банк РФ до последнего пытался защищать курс рубля несмотря на изменение условий торговли) и поставить в сложное положение целые отрасли. Если денежные власти не могут должным образом отреагировать на изменение внешних условий, возникают болезненные кризисы.

Проблема макроэкономической безопасности носит общий характер, накладывая определенные ограничения на бюджетную и курсовую политику. Однако зависимость экономики от внешней среды обостряет эту проблему: если в обычной ситуации достаточно лишь не выходить за приемлемые пределы бюджетного дефицита и дефицита счета текущих операций, то в условиях сильной внешней волатильности для поддержания стабильности

³ *Hnatkovska V., Loayza N. Volatility and Growth // Managing Economic Volatility and Crises. Cambridge, 2005.*

необходимы уже принятие специальных мер и серьезная корректировка всей экономической политики. Главные дополнительные требования связаны с ограничением воздействия внешней конъюнктуры на макроэкономические показатели. Для российской экономики колебания внешних условий по своим последствиям аналогичны бизнес-циклу (значительно превосходя его по масштабам): высокие цены на внешних рынках увеличивают доходы и спрос и частного сектора, и бюджета. Соответственно сглаживание эффекта колебаний внешней конъюнктуры во многом аналогично классической контрциклической политике, проводимой в рамках бизнес-цикла.

Учитывая возникающие в связи с внешней зависимостью проблемы, правительство и Банк России приняли ряд мер, защищающих внутренние экономические условия от изменений внешней конъюнктуры. Центральный банк объявил одной из главных целей своей курсовой политики сглаживание эффекта колебаний мировых цен, скупая на валютном рынке сверхдоходы от экспорта нефти. Правительство отреагировало на подорожание нефти почти полным прекращением внешних заимствований и сохранением умеренного уровня расходов.

Принципиальным шагом в создании эффективного механизма контрциклической политики стало образование в 2004 г. Стабилизационного фонда с формализованными, законодательно закрепленными правилами пополнения. Однако механизм его формирования и особенно использования содержит немало пробелов и недостатков. В частности, в СФ автоматически перечисляется лишь часть конъюнктурных доходов (КД), возникающих от превышения мировыми ценами их стандартного уровня. Всего по итогам 2004–2005 гг. в СФ было направлено (включая исходно зачисленную сумму 106 млрд руб. и неиспользованные дополнительные доходы, перечисленные в СФ) 2138 млрд руб. (75 млрд. долл.). При ожидаемом сохранении в 2006 г. цены на нефть на уровне 51 долл./барр. в СФ поступит еще 44 млрд долл.

Отражение внешней зависимости в макроэкономической политике

Главное общее требование к макроэкономической политике в условиях нестабильной внешней среды состоит в том, что любые проблемы должны рассматриваться исключительно в перспективе, длительность которой определяется частотой изменения условий торговли. Это предполагает построение гипотез о будущем изменении КД (или цен на сырьевые товары) либо вероятных сценариев их изменения и проведение политики, основанной на этих гипотезах. Внешняя волатильность делает не только ошибочным, но даже опасным «статичный», ограниченный рамками текущего года подход к бюджетным проблемам. Не учитывать изменчивость внешней среды – значит фактически считать, что цены в будущем останутся на текущем уровне. Но такая «наивная» гипотеза может привести к серьезному кризису.

Так, в 1985 г. средняя цена на нефть (по «корзине ОПЕК») составила 48 долл./барр.⁴, но уже в 1986 г. она упала более чем вдвое – до 23 долл./барр. Если бы подобный перепад цен произошел в 2006 г., расчетные потери бюджетных доходов только от нефтяного сектора составили бы 54 (!) млрд долл. (6% ожидаемой величины ВВП). Очевидно, прямолинейная бюджетная политика, не учитывающая возможных колебаний условий торговли, привела бы тогда к глубочайшему финансовому кризису, от которого экономика не скоро бы оправилась.

Рассмотрим прежде всего принципы сглаживающей внешние колебания налогово-бюджетной политики. Основным каналом воздействия внешней среды на бюджетную сферу служит ее влияние на бюджетные доходы. С одной стороны, ухудшение конъюнктуры приводит к замедлению роста экономики и снижению поступлений в бюджет (точно так же, как это происходит на стадии спада в бизнес-цикле). С другой стороны, доходы, связанные с благоприятной

⁴ Пересчитано в цены 2004 г. с учетом инфляции доллара.

конъюнктурой, обычно подвергаются повышенному налогообложению. В итоге колебания бюджетных доходов при изменении внешней конъюнктуры оказываются значительно сильнее, чем в рамках бизнес-цикла. Данный эффект дополняется косвенным воздействием условий торговли на обменный курс, инфляцию и другие показатели, которые, в свою очередь, влияют на величину доходов и расходов бюджета.

Центральное место в дальнейшем анализе играет показатель «конъюнктурные доходы» бюджета и экономики в целом. Он определяется как превышение фактических доходов над их стандартной величиной вследствие благоприятной конъюнктуры. Аналогично, будем называть «конъюнктурными потерями» недобор доходов из-за неблагоприятной конъюнктуры. При правильно выбранном базовом уровне, от которого отсчитываются положительные и отрицательные отклонения доходов, за длительный срок они должны в целом взаимно погашать друг друга.

Отметим, что само по себе разделение доходов на «регулярные» и «конъюнктурные» не является однозначным. Фактически эта концепция исходит из предположения, что цены колеблются вокруг некоторого постоянного уровня. Однако в прошлой динамике цен на нефть наблюдались достаточно длительные периоды дорогой (1974–1985 гг.) и сравнительно дешевой (1986–1999 гг.) нефти. Не вполне однозначен и выбор продукции, по которой следует учитывать колебания цен.

Оценки конъюнктурных доходов рассчитаны при фактических объемах экспорта и значений других макроэкономических параметров (производство, обменный курс, инфляция). На самом деле сильные отклонения цен от средних уровней (особенно вниз) в определенной мере воздействуют и на объемы производства и экспорта. Однако, исходя из выводов, полученных ОЭСР⁵ и в

⁵ Российская Федерация. Серия «Экономические обзоры». ОЭСР, 2004.

предыдущей статье **автора**⁶, мы считаем, что такая связь в последние годы (когда цены превышали стандартный уровень) имела ограниченные масштабы. Влияние колебаний цен на обменный курс фактически в значительной мере сглаживается мерами монетарной политики.

Средние цены рассчитывались в двух вариантах. Первый (условно названный «правительственным») основан на принципе, использованном при определении правил формирования СФ: в качестве стандартного уровня цен принимаются их средние значения за десятилетний период 1994–2003 гг. без учета инфляции доллара. «Нормальный» уровень цен на нефть составляет тогда 20 долл./барр., на газ - 78 долл./тыс. куб. м. Кроме того, в расчетах учитывались колебания мировых цен на черные и цветные металлы.

Альтернативный («уточненный») расчет отличался в нескольких отношениях:

– средняя цена определялась за период 1992–2004 гг., на протяжении которого общий уровень цен можно считать неизменным;

– в расчетах дополнительно учитывались цены на драгоценные металлы, лесную и химическую продукцию;

– учитывалась инфляция доллара, которая в целом за данный период составила более 30%. Все цены корректировались с учетом инфляции и расчеты проводились в долларах 2004 г. Если без учета инфляции средняя цена нефти марки «Юралс» составила 20,6 долл./барр., а контрактная цена газа – 79,3 долл. за 1000 куб. м, то с ее учетом средний уровень цен оказывается выше: соответственно 23,0 и 89,0 долл. Это значит, что в условиях 2005 г. «стандартная» цена на нефть составляла в текущих ценах 23,8 долл./барр., а цена на газ – 92,0 долл./тыс. куб. м.

Полученные результаты приведены в таблице 2. Согласно представленным оценкам, конъюнктурные доходы достигали в последние годы 12% ВВП, а потери – 9% ВВП. Начиная с 2000 г. конъюнктурные потери не были зафиксированы. В среднем в 2000–2004 гг. КД экономики составляли 2,3% ВВП. При этом высокие цены на нефть и газ частично компенсировались

⁶ Гурвич Е. Макроэкономическая оценка роли российского нефтегазового сектора // Вопросы экономики. 2004. № 10.

потерями в других отраслях. Анализ показывает, что цены на нефть и газ всегда отклоняются в одну и ту же сторону от стандартного уровня, а отклонения цен на черные и цветные металлы в большинстве случаев характеризуются одинаковым знаком. Вместе с тем отклонения от стандартных цен в углеводородном секторе и металлургии нередко разнонаправлены. Из-за резкого роста конъюнктурных доходов в 2005 г. возникает вопрос: не происходит ли переход к периоду высоких цен (подобно наблюдавшемуся в 1974–1985 гг.)? К тому же в настоящее время источником конъюнктурных доходов служит не только нефтяной сектор: КД от экспорта других сырьевых товаров составили в 2005 г. 25 млрд долл. (3,3% ВВП).

Степень изъятия конъюнктурных доходов в бюджет во многом определяется их природой. Очевидно, колебания цен на сырьевые товары в конечном счете связаны с естественной ограниченностью их предложения (к которой нередко добавляются искусственные ограничения, устанавливаемые в рамках картельных соглашений). В то же время «экономическая прибыль» не может зависеть от колебаний рыночных цен, она по своей природе достаточно стабильна. Это позволяет заключить, что вместе с ценами сырьевых рынков меняются размеры природной ренты, то есть дохода от использования природных ресурсов. Здесь можно согласиться с позицией С. Кимельмана и С. Андрюшина⁷, которые рассматривают повышение мировых цен на сырьевые товары как источник «ценовой ренты». Естественно, повышение цен по сравнению с уровнем, обеспечивающим «экономическую прибыль», должно в максимальной степени поступать владельцу природного ресурса как источника ренты – государству.

⁷ Кимельман С., Андрюшин С. Стабилизационный фонд и экономический рост // Вопросы экономики. 2005. № 11.

Таблица 2

Расчетный конъюнктурный доход (+)/потери (-)

Отрасли	Определение правительства		Уточненное определение						Конъюнктурные доходы/потери бюджетной системы*
	Всего		Нефтяная	Газовая	Черная и цветная металлургия	Прочие	Всего		
Годы	Млрд долл.	% ВВП	Млрд долл.				Млрд долл.	% ВВП	% ВВП
1994	-8,9	-3,2	-4,0	-1,6	0,2	2,7	-2,7	-1,0	-0,9
1995	-3,2	-1,0	-3,1	-0,8	2,6	4,3	3,1	1,0	-0,1
1996	2,9	0,7	0,5	0,7	2,4	2,8	6,4	1,6	0,6
1997	-1,7	-0,4	-2,5	-0,8	1,0	0,5	-1,8	-0,4	-0,4
1998	-14,6	-5,4	-12,0	-3,2	-0,8	-2,3	-18,4	-6,8	-3,5
1999	-12,0	-6,1	-5,0	-5,3	-4,0	-3,0	-17,3	-8,8	-4,1
2000	11,5	4,4	8,3	0,7	-1,4	-3,3	4,4	1,7	3,5
2001	6,6	2,2	2,2	2,5	-3,6	-5,6	-4,5	-1,5	0,6
2002	6,8	2,0	3,1	0,0	-3,9	-4,9	-5,7	-1,6	0,3
2003	21,7	5,0	10,0	3,3	-1,7	-2,4	9,1	2,1	2,1
2004	52,6	8,9	28,5	4,0	7,6	0,3	40,3	6,8	4,8
<i>Всего 2000–2004</i>	<i>99,2</i>	<i>5,1</i>	<i>52,0</i>	<i>10,5</i>	<i>-3,0</i>	<i>-16,0</i>	<i>43,6</i>	<i>2,3</i>	<i>2,6</i>
2005 (оценка)	107,6	14,0	68,2	11,4	10,7	3,1	93,4	12,2	8,7

* В условиях налогового законодательства 2005 г.

В последние годы система налогообложения нефтяной отрасли была ориентирована на все большее изъятие в бюджет КД, возникающих в нефтяной отрасли. Если в 2000 г. расчетная доля изъятия в бюджет дополнительных конъюнктурных доходов нефтяной отрасли (в диапазоне цен свыше 25 долл./барр.) составляла 39%, то в 2005 г. – уже 84%. При стандартных ценах (до 20 долл./барр.) налоговая нагрузка сравнительно невысока⁹, однако привязка основных налогов – НДС и экспортных пошлин – к уровню мировых цен приводит к резкому росту платежей по мере улучшения внешней конъюнктуры. Частично аналогичный подход реализован в настоящее время в газовой отрасли, в которой экспортная пошлина пропорциональна стоимости экспорта. Тем самым в налоговую систему встраивается автоматический стабилизатор: эффективная нагрузка увеличивается при благоприятной конъюнктуре и снижается при ее ухудшении.

В то же время в других отраслях конъюнктурные доходы в основном изымаются посредством налога на прибыль, т.е. в бюджет попадает значительная меньшая их доля.

Суммарное по всей экономике изъятие КД, очевидно, зависит от их отраслевой структуры. В таблице 3 приведены расчетные отраслевые показатели конъюнктурных доходов и дополнительных налогов, возникающих при повышении цен на нефть на 1 долл./барр. (при объемах экспорта 2005 г.) и соответствующем изменении цен экспорта других товаров. Последние определяются на основе регрессионных зависимостей уровней цен на основные сырьевые товары от цен на нефть (так, при повышении цен на нефть на 1% цены на черные металлы в среднем возрастают на 0,44%).

Как свидетельствуют полученные оценки, в бюджет в среднем изымается 77% конъюнктурных доходов экономики. При этом суммарные КД фактически

⁹ Васильева А., Гурвич Е. Отраслевая структура российской налоговой системы // Проблемы прогнозирования. 2005. № 3.

равны КД нефтяного и газового секторов, поскольку отклонения цен от «нормального» уровня в других отраслях взаимно погашают друг друга. Нефтяная отрасль обеспечивает 84% суммарных конъюнктурных доходов экономики и 91% конъюнктурных доходов бюджета. Отметим, что приведенные показатели справедливы в среднем, однако возможны периоды, когда цены на металлы и другие товары вне нефтяного сектора ниже или выше их расчетного уровня при данной цене на нефть. Соответственно суммарные конъюнктурные доходы оказываются тогда существенно меньше (как в 2000–2003 гг.) или больше расчетных (как в 2004–2005 гг.).

Таблица 3

Расчетная величина конъюнктурных доходов и их изъятия в бюджет при повышении цен на нефть на 1 долл./барр. (в условиях 2005 г.)

	Конъюнктурные доходы (млрд долл.)	Изъятие в бюджет (млрд долл.)	Доля изъятия в бюджет (%)	Инструменты изъятия КД в бюджет
Нефть и нефтепродукты*	2,5	2,1	84	НДПИ, экспортные пошлины, налог на прибыль
Природный газ	0,4	0,2	42	Экспортные пошлины, налог на прибыль
Черные металлы	0,2	0,1	24	Налог на прибыль
Цветные металлы	0,01	0,00	24	Налог на прибыль
Прочие	-0,2	-0,04	24	Налог на прибыль и другие общие налоги
<i>Всего</i>	<i>3,0</i>	<i>2,3</i>	<i>77</i>	

* В диапазоне цен выше 25 долл./барр.

Стандартным инструментом сглаживания расходов при колебаниях поступлений в бюджет служит контрциклическая долговая политика: увеличение заимствований в фазе спада и их уменьшение в фазе подъема. Такие действия могут накладываться на общую тенденцию государственных заимствований независимо от того, предусматривает ли она рост государственного долга, его стабилизацию или снижение. Однако использование контрциклической долговой политики характеризуется естественными ограничениями.

Очевидно, новые внешние заимствования теоретически могут быть снижены только до нуля (до полного отказа от них), а объем внутренних заимствований реально не может быть намного меньше суммы погашения, чтобы не создавать дефицит ликвидных финансовых инструментов. Досрочное погашение внешнего долга следует рассматривать скорее как исключение, чем как правило. В то же время резкое расширение заимствований (особенно при ухудшении условий торговли) чревато увеличением стоимости заемного капитала. Возможный диапазон внешних заимствований на сегодня можно экспертно оценить границами от нуля до 2% ВВП, чистых внутренних заимствований – от -0,5 до 1,5% ВВП. Таким образом, пределы варьирования заимствований (4% ВВП) заметно меньше амплитуды колебаний конъюнктурных доходов бюджета. Их перепад, рассчитанный в условиях действующей налоговой системы, составляет 13% ВВП: от – 4% в 1999 г. до 9% в 2005 г. Следовательно, средства долговой политики недостаточны для сглаживания колебаний доходов.

Преодолеть ограничения долговой политики позволяет механизм сбережения доходов от благоприятной внешней конъюнктуры. Если правительство сберегает всю сумму превышения бюджетных доходов над их стандартным уровнем в «хорошие» годы и из этих сбережений покрывает потери в «плохие» годы, то, очевидно, оно способно поддерживать постоянный уровень государственных расходов. Данный механизм фактически дополняет меры контрциклической долговой политики. Это становится ясным, если исходить из понятия «чистого долга» правительства как разницы между его обязательствами и активами (включающими остатки средств на счетах правительства и СФ).

Профинансировать бюджетный дефицит можно, увеличив долг за счет заимствований или используя имеющиеся активы. В обоих случаях произойдет наращивание чистого долга. Аналогично как погашение части долга, так и накопление активов означают сокращение величины чистого долга. Очевидно, снижение чистого долга правительства ничем не ограничено (его величина

может стать даже отрицательной), а возможности его увеличения определяются максимальными размерами новых заимствований и суммой ликвидных активов правительства. Если исходная величина таких активов превосходит типичную амплитуду колебаний конъюнктурных доходов, то накопление и использование КД в принципе позволяют полностью стабилизировать бюджетные расходы.

При обсуждении бюджетной политики в условиях внешней зависимости ключевое значение имеет понятие *структурного баланса*¹⁰ – разности между бюджетным балансом и конъюнктурными доходами. Величина структурного баланса показывает, как *текущий* уровень расходов соотносится со *средним* уровнем доходов, то есть представляет собой фундаментальную характеристику бюджетной политики с точки зрения среднесрочной перспективы. В среднем за длительный период величина структурного баланса равна величине бюджетного баланса в обычном смысле.

В условиях сильной зависимости от внешних условий (как и при существенном влиянии фазы бизнес-цикла) именно величина структурного баланса служит лучшей характеристикой текущей бюджетной политики. Наличие структурного дефицита свидетельствует о расходовании конъюнктурных доходов бюджета, а профицита – о том, что расходы ниже среднего уровня доходов. На основе величины самого бюджетного баланса нельзя выносить определенные суждения, если не известны конъюнктурные доходы: дефицит может быть обусловлен как чрезмерными расходами, так и низкими ценами на нефть, а за сбалансированным бюджетом нередко кроется слабая бюджетная политика, временно замаскированная благоприятной конъюнктурой.

Понятие структурного баланса широко используется в развитых странах для исключения влияния бизнес-цикла (и ценовой конъюнктуры в странах,

¹⁰ Если структурный баланс положителен, то мы будем говорить о структурном профиците, если отрицателен – о структурном дефиците.

экспортирующих сырье) при разработке и анализе бюджетной политики¹¹. Приведенные в таблице 4 данные показывают, насколько существенно могут различаться бюджетный баланс в обычном определении и структурный баланс. Особенно показательны данные по Норвегии, характеризующейся близкой к российской долей нефтегазового сектора в ВВП: структурный баланс поддерживается на сравнительно стабильном уровне при значительных колебаниях конъюнктурных доходов (размеры которых достигают 18% ВВП). В условиях высоких цен на нефть это требует поддержания значительного бюджетного профицита (до 15% ВВП!).

Таблица 4

Бюджетный баланс в некоторых странах ОЭСР с учетом и без учета отклонений от стандартных условий (% ВВП)

	<i>Вид баланса</i>	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г. (оценка)
Германия	<i>полный</i>	-2,8	-3,7	-4,0	-3,7	-3,9
	<i>структурный</i>	-3,8	-3,8	-3,2	-2,7	-2,7
Нидерланды	<i>полный</i>	-0,3	-2,0	-3,2	-2,1	-1,6
	<i>структурный</i>	-2,1	-2,6	-2,4	-0,7	0,3
Норвегия	<i>полный</i>	13,6	9,3	7,6	11,4	15,3
	<i>структурный</i>	-0,1	-2,8	-4,3	-3,0	-3,0
Португалия	<i>полный</i>	-4,3	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
	<i>структурный</i>	-5,3	-2,9	-1,5	-1,5	-4,0

Источник: OECD Economic Outlook. 2005. No 78.

Сравним теперь объем фактических сбережений бюджетной системы (характеризуемый профицитом расширенного правительства) с величиной поступающих в бюджет КД (см. табл. 5). Исходя из определения конъюнктурных доходов, которое использовало правительство, можно заключить, что бюджетная политика до 2002 г. включительно выполняла задачу сбережения конъюнктурных доходов с избытком, а в последующие два года – с некоторым недостатком (хотя величина структурного баланса не выходила за пределы 1% ВВП). Однако при альтернативном определении конъюнктурных доходов (с учетом инфляции доллара и большего набора сырьевых товаров)

¹¹ *Hagemann R.* The Structural Budget Balance: The IMF Methodology: IMF Working Papers WP/99/95, 1999.

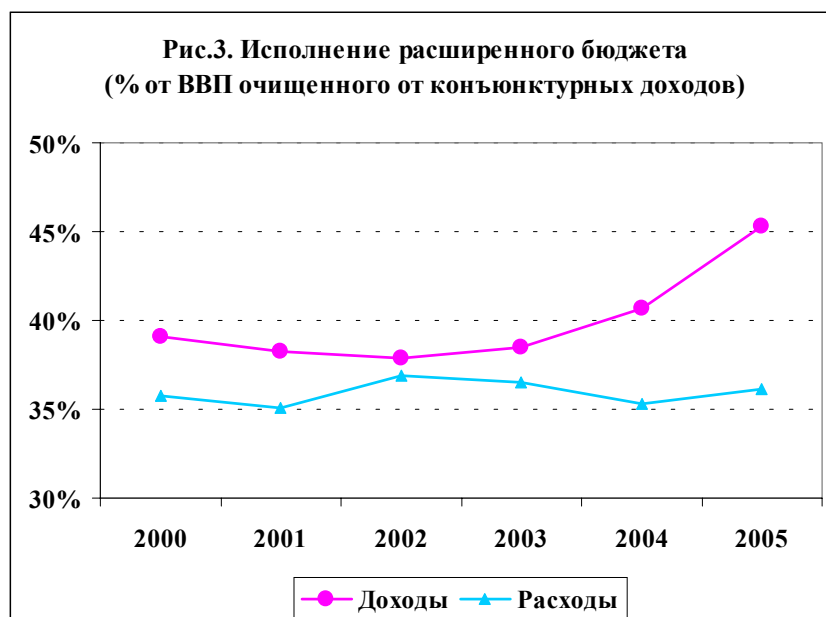
оказывается, что расширенный бюджет до 2004 г. включительно неизменно исполнялся со структурным профицитом, причем в среднем за 2000–2004 гг. сбережения превышали величину конъюнктурных доходов на 1,5% ВВП.

Профицит обеспечивался за счет как умеренной величины расходных обязательств, принимаемых на стадии составления бюджета, так и благодаря перевыполнению плана по доходам из-за более высоких показателей роста экономики и инфляции. В 2005 г. масштабы использования конъюнктурных доходов государством увеличились (по предварительной оценке, примерно на 1% ВВП), однако остаются пока в безопасных пределах (составляя, по разным определениям, 0,5–1,5% ВВП). Отметим, что структурный дефицит федерального бюджета, измеренный по определению правительства, равен 1,2% ВВП. Вряд ли справедливыми выглядят обвинения правительства в ослаблении бюджетной политики¹². Переход от весьма консервативной бюджетной политики, проводившейся им в 2000–2002 гг., к политике поддержания близкого к нулевому структурного баланса представляется вполне оправданным. Из-за резкого повышения после девальвации рубля в 1998 г. отношения государственного долга к ВВП (с 55% на конец 1997 г. до 94% на конец 1999 г.) правительство было вынуждено в течение нескольких лет рассматривать проблему его погашения и обслуживания как главную угрозу макроэкономической стабильности. К 2003 г. долговая проблема была в основном решена, что устранило необходимость поддержания структурного профицита.

Проведение контрциклической бюджетной политики обеспечило сравнительно стабильный уровень государственных расходов. Наиболее адекватной мерой последних в условиях колебаний внешней конъюнктуры служит их отношение к ВВП, очищенному от конъюнктурных доходов. Как видно на рисунке 3, в 2000–2005 гг. расходы расширенного бюджета

¹² См., например: *Spilimbergo A. Measuring the Performance of Fiscal Policy in Russia: IMF Working Paper WP/05/241, 2005.*

находились в пределах от 35 до 37% скорректированной¹³ величины ВВП, тогда как доходы менялись в диапазоне от 38 до 45%.



«Платой» за стабильность стало сдерживание внутреннего спроса. Правда, учитывая высокий уровень сбережений и оттока капитала в российской экономике, а также тот факт, что текущие ставки заимствований в реальном выражении близки к нулю (или даже отрицательны), можно предположить, что расходование конъюнктурных доходов вряд ли заметно увеличило бы инвестиционный спрос, а потребительский спрос и так рос быстрыми темпами. К положительным результатам сдержанной политики расходов можно отнести сокращение величины государственного долга, что само по себе ускоряет экономический рост благодаря уменьшению рисков. Так, для стран с невысокими доходами снижение отношения внешнего долга к экспорту вдвое приводит к повышению темпов роста на 0,5–1,0%¹⁴. В России в 2000–2005 гг. данное соотношение уменьшилось с 209 до 33%, чему соответствует повышение темпов роста на 1,5–2,5% в год.

¹³ При коррекции использовалась величина КД по определению правительства.

¹⁴ *Pattillo C., Poirson H., Ricci L. External Debt and Growth: IMF Working Paper WP/02/69, 2002.*

Таблица 5

Расчетные поступления КД в бюджетную систему и сбережения бюджета (% ВВП)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	Взвешенное среднее за 2000–2004 гг.	2005 г. (предварительная оценка)
Профицит расширенного бюджета	3,1	3,2	1,4	1,8	4,9	3,1	8,2
<i>Определение правительства:</i>							
КД бюджетной системы	1,7	0,9	1,2	2,8	5,4	2,9	9,7
КД бюджета из нефтегазового сектора	1,7	1,1	1,4	2,8	5,0	2,8	9,2
Структурный баланс расширенного бюджета	1,4	2,3	0,2	-1,0	-0,5	0,2	-1,5
Баланс бюджета за вычетом КД от нефти и газа	1,4	2,1	0,0	-1,0	-0,1	0,3	-1,0
<i>Уточненное определение</i>							
КД бюджетной системы	0,2	-0,7	-0,6	1,4	4,5	1,5	8,7
КД бюджета из нефтегазового сектора	0,8	0,2	0,2	1,7	4,1	1,8	8,2
Структурный баланс расширенного бюджета	2,9	3,9	2,0	0,4	0,4	1,6	-0,5
Баланс бюджета за вычетом КД от нефти и газа	2,3	3,0	1,2	0,1	0,8	1,3	0,0

Важной особенностью контрциклической политики служит интерпретация целевого показателя бюджетного баланса. В соответствии с задачей стабилизации расходов желаемый баланс должен достигаться в среднем, фактический же дефицит/профицит может отклоняться от целевого на величину конъюнктурного дохода. Иными словами, реализация контрциклической политики требует поддержания стабильного уровня структурного баланса. В частности, решение сохранять его нулевое значение означает, что независимо от мировых цен государственные расходы должны оставаться на постоянном уровне, отвечающем средней величине доходов бюджета. Напротив, попытка обеспечить сбалансированность бюджета в каждый отдельный год обуславливает необходимость изменения расходов вслед за колебаниями доходов (что, как было показано выше, имеет серьезные негативные последствия).

Фактически правительство при выработке бюджетной политики в последние годы использовало логику структурного баланса, поскольку общие расходы федерального бюджета определялись исходя из расчетных доходов при цене на нефть 20 долл./барр. С переходом к среднесрочному бюджетному планированию важность формулирования целей в терминах структурного баланса еще более возрастает. Как нужно осуществлять выбор целевой величины этого показателя?

Поскольку в среднем структурный и обычный балансы равны, во многом сходными могут быть и принципы их выбора. С одной стороны, известны оценки безопасных с точки зрения долгосрочной перспективы пределов бюджетного дефицита¹⁶. С другой стороны, Бюджетный кодекс устанавливает ограничения на размеры бюджетного дефицита: на федеральном уровне он не может превышать суммарного объема бюджетных инвестиций и расходов на

¹⁶ См., например: *Hemming R., Petri M. A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability: IMF Working Paper WP/00/562, 2000.*

обслуживание государственного долга. Однако **в условиях внешней волатильности правильно было бы ограничивать величину структурного, а не общего дефицита.** В нынешнем виде ограничения на дефицит излишне жесткие при неблагоприятной конъюнктуре и, напротив, чрезмерно мягкие при благоприятной.

Действительно, если бы в 2006 г. цены на нефть снизились, например, до 15 долл./барр., сохранение запланированных федеральных расходов потребовало бы исполнения бюджета с дефицитом 4% ВВП. Однако предельный с точки зрения требований Бюджетного кодекса дефицит составляет в данном случае 3% ВВП. Следовательно, правительство не сможет полностью покрыть конъюнктурные потери из Стабилизационного фонда и, располагая достаточными средствами, тем не менее будет вынуждено урезать расходы.

В то же время, если бы в 2005 г. федеральный бюджет вместо профицита имел максимально допускаемый Бюджетным кодексом дефицит, то при возврате к стандартной внешней конъюнктуре потребовалось бы сокращение расходов сразу на 9% ВВП (что примерно соответствует всем фактическим расходам федерального бюджета в 2005 г. без учета обслуживания долга и трансфертов регионам и внебюджетным фондам). Установление же ограничений на величину структурного дефицита обеспечивает поддержание разумного соответствия расходов «стандартным» доходам, очищенным от влияния внешней конъюнктуры.

Зависимость от внешней конъюнктуры сама по себе не означает, что должна проводиться политика нулевого структурного баланса. Обеспечение долгосрочной сбалансированности бюджета в принципе не является обязательным требованием, а отражает лишь один из возможных подходов к бюджетной политике, имеющий свои достоинства и недостатки. Условия поддержания макроэкономической безопасности накладывают ограничения на величину дефицита и государственного долга, кроме того, бюджетная политика должна быть согласована с целями монетарной политики. Пока объемы дефицита и долга остаются в приемлемых пределах, параметры бюджета

должны определяться исходя из оценки сравнительной эффективности государственных и частных расходов.

В настоящее время размер государственного долга России по международным меркам незначителен: после досрочного погашения в 2005 г. долга перед МВФ и существенной части долга Парижскому клубу к концу года он снизился до 15% ВВП (в том числе внешний – до 11% ВВП). Если же говорить о чистом долге правительства (то есть разности между обязательствами и ликвидными активами), то он к концу 2005 г. уменьшился до 8% ВВП. В таких условиях можно без угрозы для макроэкономической безопасности и без ущерба для экономического роста¹⁷ по меньшей мере поддерживать постоянное отношение долга к ВВП.

Анализ прогнозных показателей российской экономики показывает, что в настоящее время вполне допустим структурный дефицит около 2% ВВП. С учетом намерения правительства повысить удельный вес внутреннего долга это означает увеличение внутреннего финансирования до 1–1,5% ВВП и чистое привлечение внешних заимствований в размере 5–8 млрд долл. (то есть валовые заимствования порядка 10–15 млрд долл. в год). Выбор величины структурного дефицита в указанных пределах – это вопрос экономической политики и должен решаться исходя из стоящих перед государством задач. Структурный дефицит может быть целесообразным, если предусматриваются проведение структурных реформ (которые, как показало недавнее исследование Всемирного банка¹⁸, требуют значительных расходов), наращивание (и повышение эффективности) государственных инвестиций и т.п. Дополнительные ограничения на величину структурного баланса могут быть наложены в связи с решением задач денежно-кредитной политики.

¹⁷ В работах: *Pattillo C., Poirson H., Ricci L.* Op. cit.; *Reinhart M., Rogoff K., Savastano M.* Debt Intolerance: NBER Working Paper 9908, 2003, безопасный уровень внешнего долга оценивается в 17–20% ВВП.

¹⁸ Всемирный банк. Принципы финансирования структурных реформ // Вопросы экономики. 2005. № 6.

Один из вариантов бюджетной политики на среднесрочную перспективу состоит в поддержании сбалансированного федерального бюджета без учета операций со Стабилизационным фондом. Если бы в СФ полностью переводились все конъюнктурные доходы, такая политика означала бы принятие в качестве цели нулевой величины структурного баланса. С учетом неполного изъятия конъюнктурных доходов бюджета в СФ это будет означать поддержание умеренного структурного дефицита (1,5–2% ВВП).

Монетарная политика в условиях внешней волатильности

Сглаживание реального обменного курса при колебаниях конъюнктурных доходов экономики требует чередования их сбережения и использования аналогично тому, как это делается в рамках контрциклической бюджетной политики. Отметим, что если сберегаемые конъюнктурные доходы бюджета используются на погашение внешнего долга либо (как предусмотрено для средств СФ) инвестируются в иностранные активы, то тем самым создается дополнительный отток капитала при благоприятной конъюнктуре или его приток – при неблагоприятной. Таким образом, одновременно стабилизируется состояние бюджета и платежного баланса, а значит, основные монетарные показатели. Если предположить, что все КД изымаются в бюджет и целиком используются для стабилизации уровня расходов, то контрциклический налогово-бюджетный механизм будет полностью решать задачи сглаживания колебаний и бюджетных, и монетарных показателей.

Отказ от проведения контрциклической монетарной политики привел бы к резким колебаниям реального обменного курса. Как показано в таблице 6, использование КД на сумму 1 млрд долл. обуславливало в 2005 г. укрепление рубля на 1,2% (что эквивалентно снижению стоимости доллара на 35 коп.). Использование КД в значимых размерах – 1% ВВП – вызвало бы укрепление рубля уже более чем на 9%, что означает падение обменного курса доллара до 25,7 руб. Важно отметить, что при использовании КД на сумму 1 млрд. долл.

укрепление рубля последовательно уменьшается. Это объясняется прежде всего быстрым ростом ВВП в долларовом выражении (почти в четыре раза за период) и соответствующим увеличением прироста спроса на импортную продукцию при укреплении рубля на 1%.

Таблица 6

Расчетное укрепление рубля в результате поступления конъюнктурных доходов, не компенсированного мерами правительства и ЦБ (в %)

<i>Величина конъюнктурных доходов</i>	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
1 млрд долл.	4,8	3,0	2,9	2,4	2,1	1,2
Дополнительные экспортные доходы от повышения цен на нефть на 1 долл./барр.	7,3	4,9	5,7	5,2	5,2	3,1
1% ВВП	12,6	9,2	10,2	10,3	12,3	9,3

Если не все конъюнктурные доходы поступают в бюджет, а денежные власти ставят цель сгладить влияние внешних условий на обменный курс, то Центральный банк должен осуществлять активную контрциклическую политику. Основным ее инструментом служат интервенции на валютном рынке, которые Банк России активно проводит в последние годы. В 2000–2005 гг. золотовалютные резервы Центрального банка выросли в 15 раз (с 12,5 млрд до 182,2 млрд долл.). Отток капитала, обеспеченный правительством и Центральным банком, будем называть «нейтрализацией» притока валюты в страну (тогда как термином «стерилизация» обозначим уменьшение денежного предложения мерами монетарной политики).

Масштабы такой нейтрализации можно оценить на основе показателей платежного баланса как сумму изменения валютных резервов и сальдо операций государства с капиталом и финансовыми инструментами. По аналогии с понятием структурного бюджетного баланса целесообразно использовать показатель «структурное сальдо платежного баланса», определяемый как разность между размерами конъюнктурных доходов экономики и их нейтрализации. Объявленной денежными властями политике сглаживания долгосрочных колебаний цен на мировых рынках соответствует поддержание данного показателя на нулевом уровне. Тогда правительство и ЦБ

компенсируют положительные (отрицательные) отклонения экспортных цен от стандартного уровня равным по абсолютной величине оттоком (притоком) капитала. Положительное значение структурного сальдо означает, что экономика поглощает часть поступающих конъюнктурных доходов и, следовательно, в будущем должна будет либо сокращать внутренний спрос, либо расширять заимствования.

Полезно также использовать понятие «*структурного торгового баланса*», определяя его как торговый баланс за вычетом конъюнктурных доходов экономики. Данный показатель характеризует соотношение экспорта и импорта, очищенное от влияния колебаний цен на сырьевые товары. Для аналитических целей важна группировка статей платежного баланса, приведенная в нижней части таблицы 7. Входящие в него показатели связаны между собой тождеством:

$$\text{СТБ} + \text{КЧНТ} + \text{СС} = 0.$$

Из данных таблицы 7 следует, что в 1999–2003 гг. масштабы нейтрализации значительно превосходили величину конъюнктурных доходов экономики. Конъюнктурные потери экономики из-за низких цен на сырьевые товары в 1999 г. – непосредственно после финансового кризиса – не только не были компенсированы мерами контрциклической политики властей, но и, более того, вынужденно сопровождалась оттоком капитала по каналам государства (так как правительство погашало внешний долг, не имея возможности проводить новые рыночные заимствования). Судя по приведенным данным, в последующие годы денежные власти пытались реагировать на увеличение конъюнктурных доходов экономики расширением масштабов их нейтрализации.

Вместе с тем в 2000–2003 гг. уменьшение чистого оттока капитала частного сектора в основном уравновешивалось ростом отрицательного сальдо по неторговым текущим операциям. В таких условиях действия денежных властей приводили к тому, что структурный торговый баланс сокращался сравнительно медленно. В 2004 г. денежные власти отошли от подобной

политики, однако это было компенсировано тем, что последовательное снижение чистого оттока капитала частного сектора сменилось его увеличением (что отразилось в скачке показателя в предпоследней строке таблицы 7). В итоге структурный торговый баланс снизился незначительно. Тем не менее в 2004 г. отток капитала по официальным каналам примерно сравнялся с величиной конъюнктурных доходов, рассчитанной по определению правительства (все еще превосходя объем КД по альтернативному определению). Наконец, в 2005 г. масштабы нейтрализации впервые после 1998 г. оказались недостаточными (при любом определении КД).

Рассмотрим теперь, как должны распределяться роли при проведении нейтрализации притока валюты между правительством и Центральным банком. Здесь необходимо учитывать, что если сбережение и использование КД в рамках контрциклической бюджетной политики с макроэкономической точки зрения не оказывает никакого побочного действия, то покупка ЦБ иностранной валюты связана с денежной эмиссией и, следовательно, должна быть подчинена целям монетарной политики. При значительной покупке валюты ЦБ соответствующая денежная эмиссия может превысить прирост спроса на деньги. Реальные же его возможности по стерилизации избыточного денежного предложения крайне ограничены.

ЦБ не располагает достаточным портфелем ценных бумаг правительства: так, на начало 2000 г. их стоимость была эквивалентна 9 млрд долл., что несопоставимо с требуемыми масштабами стерилизации (как показано выше, суммарные конъюнктурные доходы, полученные за последние шесть лет, даже по минимальным оценкам превысили 130 млрд долл.). К тому же основная часть этих бумаг не могла использоваться для проведения операций на открытом рынке, поскольку не имела рыночных котировок. Повышение же ставок привлечения средств банков на депозит может увеличить приток иностранного капитала, сведя на нет меры по сглаживанию колебаний обменного курса.

В результате приобретения валюты сверх количества, обеспеченного спросом на деньги, возникают инфляционные последствия, то есть ЦБ оказывается перед выбором: увеличивать инфляцию либо допустить колебания обменного курса. Дополнительные проблемы для него появляются, если колебания конъюнктурных доходов, попадающих в бюджет, не сглаживаются (или не полностью сглаживаются) мерами фискальной политики: «остаточная» часть конъюнктурных доходов бюджета становится тогда еще одним потенциальным источником колебаний обменного курса либо инфляции.

С учетом приведенных соображений целесообразно такое разделение функций:

- правительство сглаживает воздействие той части КД, которая направляется в бюджет, не только на бюджетные, но и на монетарные показатели (трансформируя для этого КД в отток капитала);
- Центральный банк сглаживает эффект конъюнктурных доходов, не попадающих в бюджет.

Действительно, как неполное, так и избыточное сбережение бюджетных КД снижает стабильность государственных расходов, а отказ от сглаживания монетарных показателей мерами бюджетной политики (например, инвестирование средств СФ не в иностранные активы, а в российские ценные бумаги) уменьшает возможности поддержания стабильного обменного курса без инфляционных последствий.

Таблица 7

Показатели платежного баланса (млрд долл.)*

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.**
Счет текущих операций	-0,1	0,2	24,6	46,8	33,9	29,1	35,4	58,6	86,6
Торговый баланс	14,9	16,4	36,0	60,2	48,1	46,3	59,9	85,8	120,2
<i>Экспорт товаров</i>	86,9	74,4	75,6	105,0	101,9	107,3	135,9	183,2	245,3
<i>Импорт товаров</i>	-72,0	-58,0	-39,5	-44,9	-53,8	-61,0	-76,1	-97,4	-125,1
Неторговые текущие операции	-15,0	-16,2	-11,4	-13,3	-14,2	-17,2	-24,5	-27,2	-33,6
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	2,0	-5,5	-22,8	-30,8	-25,7	-17,7	-9,0	-13,3	-25,1
<i>Государство</i>	21,3	17,5	-1,4	-5,3	-9,9	-8,9	-6,8	-4,5	-24,6
<i>Частный сектор</i>	-19,2	-23,1	-21,5	-25,5	-15,8	-8,8	-2,4	-8,8	-0,5
Изменение резервов	-1,9	5,3	-1,8	-16,0	-8,2	-11,4	-26,4	-45,2	-61,5
<i>Справочно:</i>									
<i>Определение правительства:</i>									
КД экономики	-1,7	-14,6	-12,0	11,5	6,6	6,8	21,7	52,6	107,6
Структурный торговый баланс (СТБ)	16,6	31,1	48,0	48,6	41,5	39,6	38,2	33,2	12,6
Сальдо потоков капитала частного сектора и неторговых текущих операций (КЧНТ)	-34,2	-39,3	-32,9	-38,9	-30,0	-26,0	-26,9	-36,0	-34,1
Структурное сальдо платежного баланса (СС)	17,6	8,2	-15,1	-9,8	-11,5	-13,5	-11,5	2,8	21,5
<i>Альтернативное определение:</i>									
КД экономики	-1,8	-18,4	-17,3	4,4	-4,5	-5,7	9,1	40,3	93,4
Структурный торговый баланс	16,7	34,8	53,3	55,8	52,6	52,0	50,8	45,5	26,8
Сальдо потоков капитала частного сектора и неторговых текущих операций	-34,2	-39,3	-32,9	-38,9	-30,0	-26,0	-26,9	-36,0	-34,1
Структурное сальдо платежного баланса	17,5	4,5	-20,4	-16,9	-22,6	-26,0	-24,0	-9,4	7,3

* Знак «-» означает отток валюты из страны.

** Предварительная оценка ЦБ.

Каким же было фактическое распределение усилий по нейтрализации притока валюты между Центральным банком и правительством? На первый взгляд может показаться, что на счет первого следует отнести прирост валютных резервов, а на счет второго – чистое погашение государственного долга. Однако на самом деле ситуация сложнее. Обратимся к показателям спроса на деньги и их предложения (см. табл. 8).

Таблица 8

Изменение ключевых монетарных показателей (в %)

Показатели	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Изменение скорости обращения денег*	-7	-13	-8	-19	-5	-8
Прирост реального спроса на деньги	35	18	15	35	22	25
Прирост спроса на деньги при целевой инфляции	60	32	31	52	34	36
Фактический прирост М2	62	40	32	52	36	39
<i>Справочно: изменение реального эффективного курса рубля</i>	20,3	10,2	-2,3	4,1	4,7	10,5

* Скорость обращения рассчитана как соотношение ВВП за год к денежной массе М2 на конец года.

Фактический прирост денежного предложения (М2) сравнивался с расчетным увеличением спроса на деньги при целевой инфляции¹⁹ (последний показатель получался делением прироста денежной массы на соотношение фактического и целевого индексов потребительских цен). Приведенные данные позволяют сделать заключение, что главным фактором, ограничивавшим масштабы нейтрализации со стороны ЦБ, служил спрос на деньги. Иными словами, объемы покупки валюты определялись не суммой остаточных конъюнктурных доходов, а допустимой денежной эмиссией.

¹⁹ Более правильным здесь представляется сопоставление фактических и целевых величин базовой инфляции, однако этот показатель рассчитывается статистическими органами лишь начиная с 2003 г., и для него не всегда формулируются целевые и прогнозные значения.

Так, резкий рост конъюнктурных доходов в 2004 г. сопровождался замедлением спроса на деньги. В результате масштабы нейтрализации притока валюты за счет ЦБ оказались меньше, чем величина остаточных конъюнктурных доходов (по определению правительства). В 2005 г., как отмечалось выше, масштабы нейтрализации были ниже величины КД, что привело к сравнительно большому укреплению рубля.

Но если объем валютных интервенций ЦБ ограничен спросом на деньги, то стерилизация денежной эмиссии позволяет их расширить. Следовательно, ту часть прироста валютных резервов, которая обеспечена мерами правительства по стерилизации, следует относить на счет правительства, а не ЦБ. Чтобы выделить этот эффект, рассмотрим стандартную структуру активов денежной базы (ДБ) в узком определении:

$$ДБ = (ВР - ДМВФ) + (ЧКРП + ЧКБ + Пр),$$

где: ВР – валовые международные резервы; ДМВФ – долг перед МВФ; ЧКРП, ЧКБ, Пр – соответственно чистый кредит расширенному правительству, чистый кредит банковской системе и «прочие неклассифицированные активы».

Тогда максимально возможная величина валютных интервенций ($ВИ_{\max}$) в долларовом выражении равна:

$$ВИ_{\max} = \Delta ВР = (\Delta ДБ - \Delta ЧКБ - \Delta Пр) / ОК + (\Delta ДМВФ - \Delta ЧКРП) / ОК,$$

где ОК – обменный курс на конец предыдущего года (именно по этому курсу пересчитываются международные резервы в составе денежной базы). Второе слагаемое в правой части характеризует величину нейтрализации за счет правительства (НП):

$$НП = (\Delta ДМВФ - \Delta ЧКРП) / ОК.$$

Таким образом, вклад правительства в сглаживание колебаний обменного курса складывается из двух компонент. Во-первых, это сальдо операций государства с капиталом по данным платежного баланса (включая чистое погашение внешнего долга, предоставление кредитов российским правительством и погашение ранее предоставленных кредитов, а также

операции с кредитами МВФ, которые формально отражаются на счетах органов денежно-кредитного регулирования).

Во-вторых, это величина стерилизации ПС. Накопление правительством средств в резервном, а затем в Стабилизационном фонде проявлялось в уменьшении величины ЧКРП. Таким образом, **с точки зрения макроэкономических последствий нет принципиальной разницы, инвестируются ли средства СФ в иностранные активы или накапливаются на счетах правительства в ЦБ с одновременной покупкой им валюты на такую же сумму**, поскольку это не влияет на общую величину нейтрализации. Остальное увеличение **международных резервов** можно рассматривать как вклад ЦБ в сглаживание колебаний курса.

Отметим, что нейтрализация за счет мер правительства несколько отличается от рассмотренного выше показателя его сбережений, поскольку величина сбережений отражает не только чистое погашение внешнего долга и накопление остатков на счетах в ЦБ, но и чистое погашение внутреннего долга (которое может быть как положительным, так и отрицательным). Кроме того, погашение долга МВФ увеличивает сбережения, но не вносит вклада в нейтрализацию (увеличивая отток капитала, но одновременно сокращая стерилизацию).

Фактические данные о вкладе правительства и ЦБ в нейтрализацию притока валюты приведены в таблице 9. Они показывают, что тенденции политики нейтрализации для правительства и Центрального банка существенно различались. Правительство последовательно снижало размеры избыточной (по сравнению с конъюнктурными доходами, попадающими в бюджет) нейтрализации по мере смягчения остроты долговой проблемы. Если в 2000–2002 гг. масштабы нейтрализации мерами правительства заметно превышали не только поступающие в бюджет, но даже суммарные конъюнктурные доходы экономики, то в 2003 г. они уже уступали суммарным КД, а в 2004 г. оказались даже меньше, чем КД бюджета (рассчитанного по определению правительства).

Величина нейтрализации за счет Центрального банка, как показано выше, определялась не столько размерами КД, не попадающих в бюджет, сколько пределами валютных интервенций, не увеличивающих инфляцию. До 2003 г. ЦБ устойчиво поддерживал избыточную нейтрализацию (по сравнению с величиной остаточных, то есть не нейтрализованных правительством, конъюнктурных доходов) на уровне свыше 10 млрд долл. в год (а при использовании альтернативного определения КД – 26 млрд долл.), резко сократив ее масштабы в 2004 г.

Полученные оценки свидетельствуют о том, что в 2000–2004 гг. правительство и Центральный банк внесли примерно равный вклад в сглаживание колебаний обменного курса. Ситуация изменилась в 2005 г.: при резком увеличении суммы полученных КД расширить масштабы нейтрализации удалось только за счет мер правительства, тогда как Банк России даже снизил свой вклад в нее. В итоге правительство обеспечило в 2005 г. 82% нейтрализации. Этому отчасти помогло повышение налогообложения сверхдоходов в нефтяном секторе, но главное, здесь проявилось различие между принципиальной ограниченностью возможностей нейтрализации мерами монетарной политики и отсутствием ограничений на нее при использовании мер бюджетной политики. Полное расходование КД, поступивших в бюджет, привело бы к обвальному падению стоимости доллара.

Результаты анализа помогают понять соотношение основных объявленных целей курсовой политики Центрального банка: сглаживание долгосрочных колебаний внешней конъюнктуры и поддержание конкурентоспособности российских производителей. Судя по приведенным данным, объективно *приоритетом денежных властей было сдерживание укрепления рубля*: ЦБ тормозил его настолько, насколько это было совместимо с целевыми показателями инфляции (иногда даже частично жертвуя задачей ее снижения). В итоге в 2002–2004 гг. реальный эффективный курс рубля повысился лишь на 6,5% (производительность труда выросла за это время на 16%). Можно предположить, что Банк России пытался по возможности

законсервировать сложившуюся после девальвации рубля ситуацию, при которой экономика успешно развивалась (хотя сформировавшийся при этом обменный курс явно не мог рассматриваться как равновесный в долгосрочной перспективе). Заниженный курс сдерживал рост импорта, сохраняя значительное активное сальдо структурного торгового баланса.

Наш вывод подтверждает результаты, полученные А. Вдовиченко и В. Ворониной²⁰. Проведенный ими эконометрический анализ действий ЦБ показал, что задача управления обменным курсом объективно имела в последние годы не меньший приоритет, чем сдерживание инфляции.

Отметим, что предложенный выше подход к разделению ролей в нейтрализации притока валюты между правительством и ЦБ не обязательно гарантирует полное сглаживание колебаний обменного курса. Если конъюнктурные доходы, не попадающие в бюджет, достаточно велики, то их нейтрализация мерами ЦБ может оказаться нереальной в силу ограниченности его возможностей проводить валютные интервенции.

Если денежные власти не только сглаживают эффект колебаний внешней конъюнктуры, но и сдерживают укрепление рубля, координация фискальной и монетарной политики приобретает новые нюансы. Тогда при заданной величине чистых внутренних заимствований установление желаемых пределов укрепления рубля накладывает ограничения на размеры бюджетного баланса. Это очевидно при стабильных внешних условиях: увеличение расходов либо снижение налогов ведут к укреплению рубля, поскольку должны финансироваться внешними заимствованиями. Может оказаться даже, что достижение целей курсовой политики потребует поддержания структурного профицита, несмотря на то что с точки зрения бюджетной политики в этом нет нужды.

²⁰ Вдовиченко А., Воронина В. Правила денежно-кредитной политики Банка России: Консорциум экономических исследований и образования. Научный доклад № 04/09, 2004.

Таблица 9

Соотношение конъюнктурных доходов и оттока капитала по каналам государства (млрд долл.)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г. (оценка)	Всего за 2000- 2005 гг.
Всего нейтрализация	21,3	18,1	20,3	33,2	49,9	86,1	228,9
Нейтрализация за счет мер правительства	12,0	11,2	7,0	11,7	25,4	70,7	138,0
- операции с капиталом и финансовыми инструментами	5,3	9,9	8,9	6,8	4,7	24,6	60,2
- стерилизационные меры правительства	6,7	1,3	-2,0	5,0	20,7	46,1	77,8
Нейтрализация за счет мер ЦБ	9,3	6,9	13,3	21,4	24,5	15,4	90,9
Справочно: доля нейтрализации за счет мер правительства, %	56	62	34	35	51	82	60
<i>Определение правительства</i>							
Конъюнктурные доходы экономики	11,5	6,6	6,8	21,7	52,6	107,6	206,8
КД бюджета	4,5	2,8	4,2	12,3	32,1	74,1	130,0
КД, не поступающие в бюджет	7,1	3,8	2,6	9,4	20,4	33,5	76,8
Остаточные КД*	-0,4	-4,5	-0,2	9,9	27,1	36,9	68,8
<i>Уточненное определение</i>							
Конъюнктурные доходы экономики	4,4	-4,5	-5,7	9,1	40,3	93,4	137,0
КД бюджета	0,6	-2,1	-2,1	6,0	26,9	66,3	95,5
КД, не поступающие в бюджет	3,7	-2,4	-3,6	3,1	13,4	27,2	41,5
Остаточные КД*	-7,6	-15,7	-12,7	-2,6	14,9	22,8	-0,9

* КД, не нейтрализованные мерами правительства (отрицательное значение говорит о том, что нейтрализация правительства превышает суммарное поступление конъюнктурных доходов).

В условиях колебаний внешней конъюнктуры ситуация аналогична: увеличение структурного дефицита (неважно, за счет роста расходов или снижения налогов) подразумевает большее расходование конъюнктурных доходов в благоприятные и рост внешних заимствований в «плохие» годы. В обоих случаях возрастает чистый приток капитала по каналам правительства, что неизбежно ведет к укреплению рубля. В частности, начиная с 2000 г. **увеличение бюджетных расходов либо снижение налогов за счет использования конъюнктурных доходов имели бы следствием значительно более высокий реальный курс рубля.** В то же время отсутствие таких ограничений еще не означает, что целесообразно увеличивать расходование КД, поскольку необходимо иметь в виду все риски, связанные с высоким структурным дефицитом бюджета, и потери, обусловленные волатильностью макроэкономических показателей.

* * *

Подводя итог, можно сделать следующие выводы.

1. Колебания доходов российской экономики от сырьевого экспорта в последнее десятилетие находились в границах от -9 до +12% ВВП. При нынешней налоговой системе этому соответствовали бы потери или дополнительные доходы бюджетной системы от -4 до 9% ВВП. Без принятия специальных мер волатильность внешних условий привела бы к потрясениям, существенно тормозящим экономический рост.

2. Для повышения стабильности внутренней макроэкономической среды правительство и ЦБ должны проводить контрциклическую политику, превращая выигрыш (проигрыш) экономики от колебаний внешней конъюнктуры в отток (приток) капитала по официальным каналам. Целесообразно следующее разделение функций: правительство сглаживает влияние той части КД, которая попадает в бюджет, и на бюджетные, и на

монетарные показатели, а ЦБ сглаживает эффект конъюнктурных доходов, не попадающих в бюджет.

3. В условиях внешней волатильности предусмотренные Бюджетным кодексом РФ ограничения на величину бюджетного дефицита целесообразно устанавливать на величину не общего, а структурного дефицита.

4. Политика Центрального банка состояла не столько в сглаживании эффекта колебаний внешней конъюнктуры, сколько в максимальном сдерживании процесса укрепления рубля.

5. В 2004–2005 гг. в российской экономике произошел переход от избыточного сбережения (когда фактически не использовались не только поступающие в экономику конъюнктурные доходы, но и определенная доля «регулярных») к частичному использованию доходов от благоприятной внешней конъюнктуры. Таким образом, следует обсуждать не вопрос «Нужно ли тратить доходы от дорогой нефти?», а «Нужно ли тратить больше конъюнктурных доходов?».