

Е. Т. Гурвич

Экономическая экспертная группа, Научно-исследовательский  
финансовый институт, Москва

Журнал НЭА,  
№1 (29), 2016,  
с. 174–181

## Эволюция российской макроэкономической политики в трех кризисах

Работа содержит сравнительный анализ макроэкономической политики, проводившейся накануне и в ходе трех финансовых кризисов, через которые прошла российская экономика (в 1998, 2008–2009 и 2014–2015 гг.). Для косвенной характеристики эффективности различных вариантов политики сопоставляются масштабы негативных шоков, ресурсы, использованные правительством и центральным банком в кризисные периоды, и зафиксированные последствия в виде спада производства, роста безработицы и т.п. На основе результатов анализа предлагается краткое описание основных моментов эволюции монетарной и бюджетной политики за почти двадцатилетний период, покрываемый анализом. По мнению автора, если в ходе двух первых кризисных эпизодов власти пытались сохранить неизменными макроэкономические параметры, несмотря на кардинальное изменение фундаментальных условий, то в рамках текущего кризиса приоритетом стал скорейший переход к новому равновесию, соответствующему изменившимся условиям. Результаты проведенного анализа иллюстрируют преимущества нового подхода.

**Ключевые слова:** *финансовый кризис, политика обменного курса, бюджетная политика, российская экономика.*

Классификация JEL: E5, G01, H6.

В 2014–2015 гг. российская экономика испытала серию шоков. В середине 2014 г. были введены секторальные санкции, наиболее чувствительными из которых стали ограничения кредитования крупнейших российских банков и ряда компаний. По оценкам (Гурвич, Прилепский, 2016), финансовые санкции привели к снижению чистого притока капитала в Россию на величину порядка 2,5–3,0% ВВП. Вторым шоком стало трехкратное падение цен на нефть (со 112 долл./баррель в середине 2014 г. до 38 долл./баррель в конце 2015 г.). В результате выручка от экспорта углеводоро-

дов упала примерно на 150 млрд долл. в год (т.е. более чем на 10% текущего объема ВВП).

Переживаемый финансовый кризис имеет много общего с кризисами 1998 г. и 2008–2009 гг.: во всех случаях их основная причина состояла в резком падении цен на нефть. Все эпизоды были сопоставимы по масштабам снижения цен, хотя различались продолжительностью. В табл. 1 представлены оценки годового падения цен на нефть и времени до начала их роста. Первый показатель условно определяется по наибольшему годовому снижению средней цены за скользящие 12 мес., второй – по

времени от начала «периода максимального падения» до начала устойчивого роста скользящих трехмесячных средних цен. Приведенные оценки показывают, что размеры падения цен последовательно нарастали от первого кризиса к третьему, а наименьшую длительность имел кризис 2008–2009 г. Следует помнить, что в 2008–2009 г. дополнительным шоком служило резкое сжатие внешнего спроса на всю российскую продукцию вместе с падением общего объема мировой международной торговли. Судя по имеющимся оценкам, эффект этого шока был сильнее действия финансовых санкций (Гурвич, Прилепский, 2010).

В целом можно заключить, что первый кризис был самым слабым, а второй самым коротким. Текущий же кризис по совокупности признаков можно признать наиболее тяжелым.

Если по масштабам негативных внешних шоков три российских финансовых кризиса были сопоставимы (по крайней мере в том, что касается глубины падения цен на нефть), то с точки зрения макроэкономической политики, проводившейся в предкризисный период, они кардинально различались между собой по степени уязвимости экономики.

В 1997 г. дефицит федерального бюджета, по оценкам, достигал 7% ВВП, расширенного бюджета – 8,5% ВВП. Дефицит практически полностью финансировался за счет государственных краткосрочных облигаций (ГКО), в результате чего исполнение бюджета ежемесячно требовало рефинансирования старого долга и привлечения сверх того значительных новых заимствований. Государственный долг на конец 1997 г. составлял 55% ВВП, бюджетные резервы в принципе не создавались. Тем самым правительство полностью зависело от готовности инвесторов кредитовать его. Счет текущих операций имел практически нулевое сальдо, а объем золотовалютных резервов (ЗВР) составлял лишь 18 млрд долл. (эквивалент трех месяцев товарного импорта).

В 2007 г. бюджет уже исполнялся с большим профицитом (5,4% ВВП для федерального и 6,0% ВВП для расширенного). Накопленные бюджетные резервы к концу года достигли 12% ВВП и превышали размеры государственного долга, который снизился до 7% ВВП. Счет текущих операций также имел большое положительное сальдо (5,6% ВВП), ЗВР выросли в 26 раз и были эквивалентны 25 месяцам товарного импорта.

К началу следующего кризиса макроэкономический «запас прочности» был уже значительно меньшим, в этом отношении произошло существенное отступление. Бюджет в 2013–2014 гг., несмотря на рекордно высокие цены на нефть, исполнялся с дефицитом (0,5% ВВП для федерального и 1,2–1,3% ВВП для расширенного), размеры Резервного фонда и ЗВР заметно снизились (со 130 и 568 млрд долл. в середине 2008 г. до 87 и 478 млрд долл. соответственно в середине 2014 г.).

Наконец, во всех трех рассматриваемых случаях существенно различались не только количественные параметры, но и режимы макроэкономической политики. В 1998 г. обменный курс рубля был ограничен узким диапазоном, который был лишь незначительно скорректирован после резкого падения цен на нефть. Тем самым Центральный банк сформировал у инвесторов высокие девальвационные ожидания, которые они закладывали в расчет приемлемой для себя доходности рублевых облигаций (Гурвич, Андряков, 2006). Сохранение в новых условиях неизменного обменного курса снизило также международную конкурентоспособность российских производителей. Представляется, что как спад производства, так и последующий дефолт в большой степени стали результатом проводившейся негибкой курсовой политики. Социальные последствия оказались разрушительными: за два кризисных года (1998–1999) реальная величина зарплаты упала на треть, реальный размер средней пенсии – на

Таблица 1

Масштабы падения цен на нефть и время до начала роста цен

Период	1998–1999 гг.	2008–2009 гг.	2014–2015 гг.
Период наибольшего годового падения цен на нефть	Январь 1998 – декабрь 1998 г.	Октябрь 2008 – сентябрь 2009 г.	Декабрь 2014 – ноябрь 2015 г.
Размеры годового падения цен на нефть, %	35	45	47
Время до начала роста цен на нефть, мес.	15	6	> 14

Источник: расчеты автора.

42%; многие граждане потеряли сбережения в закрывшихся банках, уровень безработицы повысился до 13,3%.

К 2008 г. Банк России перешел на более гибкий режим обменного курса – управляемое плавание, однако после падения цен на нефть вновь долго удерживал курс рубля от снижения. Это помогло банкам дешево купить валюту и защитить свои балансы от потерь при последующей девальвации рубля. Но оборотной стороной подобной политики стало кредитное сжатие из-за взлета «альтернативной стоимости» денег. Как показано в работе (Гурвич, 2009), в декабре 2008 г. расчетная доходность семимесячных фьючерсных контрактов на поставку долларов составляла 29% годовых. Таким образом, ставка кредитования реального сектора не могла быть ниже доходности практических безрисковых спекулятивных операций. Трудно судить, насколько велики были риски банковской системы, но негативное воздействие курсовой политики ЦБ на производство было значительным – неудивительно, что именно в ходе второго кризиса был зафиксирован наибольший спад производства. По сути, несмотря на изменение режима, курсовая политика была аналогична проводившейся в период первого кризиса: ЦБ искусственно поддерживал курс, не соответствовавший условиям торговли. Тем самым у участников рынка формировались ожидания предстоящей девальвации, что делало непривлекательными инвестиции в рублевые активы или кредитование в рублях, подстегивая отток капитала. Кроме того, Банк России потерял за кризисный год треть (почти 200 млрд долл.) своих золотовалютных резервов. Отметим, что сокращение ЗВР превышало потери экспортных доходов (которые в годовом выражении не превышали 170 млрд долл.) – т.е. расходы на стабилизацию превосходили масштабы шока.

Бюджетная политика имела аналогичную направленность. Первоначальный закон о бюджете на 2009 г. предусматривал сбережение нефтегазовых доходов в объеме 4,2% ВВП. Доходы оказались меньше запланированных на 7,0% ВВП<sup>1</sup> (в том числе нефтегазовые – на 3,3% ВВП). В Резервный фонд не только не поступили запланированные сбережения, но в дополнение из него были изъяты средства в объеме 4,8% ВВП (Лебединская, 2012). Это позволило полностью компенсировать недоход как нефтегазовых, так и нефтегазовых доходов, увеличить расходы по сравнению с бюджетом на 1,2% ВВП и заместить часть

других источников финансирования. Таким образом, нефтегазовые сбережения сократились на 9,0% ВВП – иными словами, реакция бюджетной системы значительно превзошла размеры испытанного ей шока. Кроме того, часть средств ФНБ (порядка 1% ВВП) была направлена на антикризисные меры (прежде всего поддержку банков).

Благодаря щедрым антикризисным мерам второй кризис оказался сравнительно безболезненным для граждан: реальная заработная плата снизилась лишь на 3,5%, а средняя пенсия существенно выросла в реальном выражении (на 10,7%).

Политика, проводимая после начала текущего кризиса, радикально отличается от той, которая проводилась в ходе обоих предыдущих кризисных периодов. Одной из важнейших реформ стал переход к режиму плавающего обменного курса, проведенный в самом начале кризиса. Далее, в условиях дестабилизации валютного рынка и растущей инфляции ЦБ резко повысил ключевую процентную ставку (с 7,5% в середине 2014 г. до 17% к концу года). В дальнейшем по мере снижения инфляции ключевая ставка шаг за шагом снижалась (до 11% к августу 2015 г.). Однако следующая волна снижения цен на нефть и связанного с этим ослабления рубля вновь усилили инфляционные ожидания, на что Банк России ответил сохранением ключевой ставки на неизменном уровне 11%.

Правительство, как и в ходе второго кризиса, проводило контрциклическую бюджетную политику, однако на этот раз значительно менее щедрую. Принятые в апреле 2009 г. поправки к федеральному бюджету предусматривали увеличение расходов на 7%, несмотря на падение доходов на 39% по сравнению с первоначальным вариантом закона. В апреле 2015 г. поправки предусматривали сокращение расходов на 2% при несопоставимо меньшем падении доходов (на 17%). Чтобы не увеличивать расходы, был принят ряд трудных решений – в частности, правительство заморозило зарплату работников бюджетного сектора. Отсутствие давления со стороны оплаты труда бюджетников облегчило адаптацию и частного сектора рынка труда, в результате реальная средняя заработная плата существенно снизилась (на 9,5%), несколько сократился и реальный размер пенсий (на 3,8%).

Новая политика существенно облегчила адаптацию экономики к шокам. Годовое

<sup>1</sup> Для простоты приводятся данные к тому же прогнозному ВВП, хотя фактический размер ВВП оказалась значительно меньше.

падение реального обменного курса достигало 30%, а импорта товаров и услуг – 35%. Вместе с активной реакцией частного сектора на финансовые санкции, проявившейся в сокращении валового вывоза частным сектором капитала из России (Гурвич, Прилепский, 2016), это позволило провести адаптацию внешнего счета. На это указывает тот факт, что объем золотовалютных резервов за 2015 г. практически не изменился (если не учитывать курсовую переоценку).

В табл. 2 и 3 собраны объективные показатели, характеризующие прохождение российской экономикой трех финансовых кризисов. При выборе «кризисного периода» здесь использовался тот же подход, что и выше: брался скользящий период из четырех кварталов, которому соответствует наибольший спад ВВП по отношению к соответствующему периоду предыдущего года. Границы таких периодов представлены в шапке таблиц. Первая из представленных таблиц показывает,

что, несмотря на различия в использовавшихся макроэкономических режимах, все три раза просматривается общая схема: внешние шоки приводят к резкому сжатию внутреннего спроса (на 10–17%). Наибольший вклад в это вносит сокращение накопления запасов (что видно по значительному разрыву между снижением валового накопления и накопления основного капитала), а основным эффектом служит сокращение импорта, при гораздо меньшем спаде производства. Важный вывод состоит также в том, что от кризиса к кризису бремя адаптации постепенно переносится с накопления на потребление.

Представленные в табл. 3 оценки подтверждают, что наиболее тяжелым для населения был первый кризис, и одновременно подсказывают объяснение: не имея бюджетных резервов и потеряв в результате дефолта доступ к рынкам капитала, правительство было вынуждено сокращать расходы (что улучшало бюджетный баланс). Инфляция, сопро-

Таблица 2

Изменение ВВП по элементам использования в ходе финансовых кризисов, %

Показатель	II кв. 1998 – I кв. 1999	2009	2015
ВВП	-5,4	-7,8	-3,7
Внутренний спрос	-17,1	-14,2	-10,3
– потребление домашних хозяйств	-4,5	-5,1	-10,1
– валовое накопление:	-61,3	-41,0	-18,3
– накопление основного капитала	-11,9	-14,4	-7,6
Экспорт	5,0	-4,7	3,1
Импорт	-27,5	-30,4	-25,6

Источник: расчеты автора по данным Росстата.

Таблица 3

Изменение важнейших показателей в ходе финансовых кризисов

Показатель	II кв. 1998 – I кв. 1999 г.	2009 г.	2015 г.
Баланс бюджетной системы, п.п. ВВП	3,5*	-11,2	-2,3
Реальный размер пенсий, %	-15,3	10,7	-3,8
Реальная средняя заработная плата, %	-21,7	-3,5	-9,5
Численность занятых, %	-2,4	-2,1	-0,4
Доля оплаты труда в ВВП**, п.п	-7,8%	3,9%	-1,0%
Золотовалютные резервы, млрд долл.	-6	-194***	-83****

Источник: расчеты автора по данным Росстата и Федерального казначейства.

\*1998 г. по сравнению с 1997 г.

\*\* Без учета чистых налогов на продукты и импорт.

\*\*\* За период август 2008 – июль 2009 г.

\*\*\*\* За период октябрь 2014 – сентябрь 2015 г.

вождавшая глубокую девальвацию, в значительной части обесценила заработную плату работников и пенсии (если взять более длительный период, то спад получится еще более глубоким). В ходе второго кризиса правительство направило на поддержку населения и экономики огромные финансовые ресурсы – так, баланс бюджетной системы изменился за один год сразу более чем на 11 процентных пунктов, что свидетельствует о реализации едва ли не самой масштабной в мире антикризисной программы. Следует отметить, что это не помогло ограничить спад производства (как ни парадоксально, в рамках второго кризиса наиболее щедрые антикризисные траты сочетались с самым глубоким спадом ВВП).

В целом можно охарактеризовать эволюцию макроэкономической политики в кризисные периоды следующим образом (табл. 4–5).

В 1998 г. правительство пыталось, несмотря на резкое падение цен на нефть, сохранить неизменными основные макроэкономические показатели (обменный курс, размеры бюджетного дефицита). Поскольку власти не имели сколько-нибудь значительных резервов, успех зависел от доверия инвесторов. Им не удалось завоевать доверие – инвесторы были уверены, что обменный курс изменится, поэтому Центральному банку и правительству не удалось достичь поставленных целей: первому пришлось провести девальвацию рубля, второму – объявить дефолт.

В 2008–2009 гг. правительство и Банк России преследовали схожие цели, но принципиальная разница состояла в том, что они имели большой запас прочности – профицит бюджета, положительное сальдо счета текущих операций, большие резервы. ЦБ пять месяцев удерживал завышенный курс рубля,

**Таблица 4**

Краткая характеристика эволюции монетарной политики

Период	Среднесрочная политика	Режим курсовой политики	Приоритеты в период кризиса
1998 г. и предшествующий период	Использование обменного курса как номинального якоря инфляционных ожиданий	Курсовой коридор	Сохранение обменного курса в границах объявленного коридора
2008–2009 гг. и предшествующий период	Поиски компромисса между сдерживанием инфляции и предотвращением чрезмерного укрепления рубля	Управляемый обменный курс	Поддержание стабильности за счет продажи валютных резервов
2014–2015 гг. и предшествующий период	Переход к инфляционному таргетированию	Плавающий обменный курс	Стабилизация внутренних цен, адаптация платежного баланса к шоку условий торговли

**Таблица 5**

Краткая характеристика эволюции бюджетной политики

Период	Среднесрочная политика	Основные инструменты	Приоритеты в период кризиса
1998 г. и предшествующий период	Повышение сбалансированности бюджета	ГКО (краткосрочные гособлигации)	Размещение необходимого объема ГКО по приемлемой доходности
2008–2009 гг. и предшествующий период	Поиски целесообразной пропорции между расходованием и сбережением циклических нефтегазовых доходов	Бюджетные правила и нефтегазовые фонды	Проведение контрциклической политики за счет масштабной антикризисной программы
2014–2015 гг. и предшествующий период	Обеспечение долгосрочной бюджетной устойчивости и проведение контрциклической политики	Бюджетные правила и нефтегазовые фонды	Адаптация бюджетной системы к шоку условий торговли

но, как и в прошлый раз, инвесторы ожидали последующей девальвации. Правительство не только компенсировало за счет Резервного фонда весь недобор бюджетных доходов, но и значительно увеличило расходы. Таким образом, профицит не обеспечил доверия инвесторов, и поставленная цель – минимизировать эффект кризисных шоков – была достигнута не полностью и только за счет расходования ЗВР и Резервного фонда.

В ходе текущего кризиса правительство и Банк России применяют принципиально другой подход. Вместо попыток сохранить неизменными макроэкономические параметры, несмотря на кардинальное изменение фундаментальных условий, они поставили задачу как можно быстрее перейти к новому равновесию, соответствующему новым условиям.

Отчасти эти изменения определялись тем, что правительство располагало меньшими бюджетными резервами, но в основном применение нового подхода представляется осознанным выбором – об этом свидетельствует, например, принятое за много лет до кризиса решение о переходе к инфляционному таргетированию и плавающему курсу.

Поддержание Банком России высоких процентных ставок и сокращение правительством бюджетных расходов нередко подвергается острой критике – оппоненты считают, что в кризисный период денежная и бюджетная политика должны смягчаться, а не ужесточаться. Такие рекомендации, как представляется, основаны лишь на «общих соображениях» вместо конкретного анализа ситуации. Замещать сокращение частного спроса за счет расширения государственного – стандартная практика при сравнительно краткосрочных циклических спадах. Однако имеющиеся прогнозы<sup>2</sup> свидетельствуют о том, что российская экономика, судя по всему, надолго перешла из одного состояния, характеризующегося ценами на нефть порядка 100 долл./баррель, в другое, с ценой нефти порядка 50 долл./баррель. К такому же выводу приводит анализ нефтяного суперцикла (Гурвич, Прилепский, 2015). Таким образом, нынешняя ситуация (по крайней мере на горизонте порядка десяти лет) ближе не к короткому циклическому спаду, а к быстрому исчезновению пузыря на рынке нефти. В такой ситуации попытки поддерживать макроэкономические показатели, сложившиеся в условиях пузыря, очевидно, не только обречены на провал, но и контрпродуктивны.

Представляется, что новый подход имеет важные преимущества перед прежними. Как показано выше, применявшаяся в ходе двух первых кризисов политика отличалась негибкостью и фактически мешала естественной адаптации экономики к изменившимся условиям. Так, в 2009 г. сверхподдержка экономики привела к тому, что реальная заработная плата и число занятых в экономике лишь незначительно снизились – в результате распределение доходов между заработной платой и прибылью сдвинулось в пользу первой. Это означает, что экономика вышла из кризиса менее конкурентоспособной в отличие от ситуации после кризиса 1998 г. – по мнению ряда авторов, именно значительное сокращение оплаты труда на единицу продукции дало тогда толчок динамичному росту в последующие годы (Calvo et al., 2006).

Переход к инфляционному таргетированию и плавающему обменному курсу создает свои проблемы. Усиливается неопределенность и риски для бизнеса, что делает экономику менее привлекательной для инвестиций. В работе (Rautava, 2013) показано, что повышение волатильности курса рубля негативно влияет на рост российской экономики. Однако эта плата существенно меньше, чем те негативные последствия негибкой макроэкономической политики, которые проявились в ходе предыдущих кризисов.

В заключение отметим, что, несмотря на предпринятые меры, адаптация экономики еще далека от завершения. Возникшие дисбалансы можно проиллюстрировать такими примерами. В 2015 г. средняя цена на нефть составила 51 долл./баррель – меньше, чем в 2005 г. (63 долл./баррель в долларах 2015 г.). За это время физический объем ВВП вырос на 26%, тогда как реальные размеры средней заработной платы и пенсии увеличились соответственно на 61 и 106%, а расходов бюджетной системы – на 74%. Такие разрывы были возможны при дорогой нефти, но в новых условиях они не могут сколько-нибудь долго поддерживаться и должны быть устранены. Далее, в бюджете на текущий год предусмотрен большой дефицит: 3% ВВП при прогнозной цене на нефть 50 долл./баррель. Министерство финансов объявило, что в среднесрочной перспективе оно ставит целью ограничить уровень расходов федерального бюджета расчетной величиной доходов при базовой цене. Базовую цену предлагается зафиксировать на уровне 40–50 долл./баррель, что соответ-

<sup>2</sup> См., например, прогноз, выпущенный в январе 2016 г. Всемирным банком: <http://pubdocs.worldbank.org/pubdocs/publicdoc/2016/1/548631453821462743/CMO-Jan-2016-Historical-Forecasts.pdf>.

стует средней цене на нефть за последние 30 лет. Новый подход к оценке долгосрочной средней цены на нефть существенно отличается от прежнего (средняя за десять лет цена на нефть составляет в настоящее время 84 долл./баррель) и, соответственно, требует значительных дополнительных усилий по проведению консолидации бюджета, т.е. сокращению расходов и/или увеличению доходов.

Предстоит трудная, но необходимая работа по восстановлению макроэкономической сбалансированности. До ее завершения неизбежно будут сохраняться инфляция, отток капитала, переток в бюджет потенциальных инвестиционных ресурсов, экономика будет оставаться непривлекательной для инвесторов. Даже критики нынешней политики по сути утверждают лишь то, что можно на короткий срок уменьшить спад производства, но не предлагают убедительных способов вернуться к устойчивому росту экономики. Причина проста – он невозможен до тех пор, пока не будет завершена адаптация к новым условиям. Именно на это нацелены последние изменения макроэкономической политики.

#### ЛИТЕРАТУРА

- Гурвич Е., Прилепский И.** (2016). Влияние финансовых санкций на российскую экономику // *Вопросы экономики*. № 1. С. 5–35.
- Гурвич Е., Беляков И., Прилепский И.** (2015). Нефтяной суперцикл и бюджетная политика // *Вопросы экономики*. № 9. С. 5–30.
- Гурвич Е., Прилепский И.** (2010). Чем определялась глубина спада в кризисный период? // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 8. С. 55–79.
- Гурвич Е., Андряков А.** (2006). Механизмы российского финансового кризиса // *Экономика и математические методы*. № 2. С. 79–92.
- Гурвич Е.** (2009). Механизмы российского финансового кризиса. Доклад на X Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества. М.: НИУ ВШЭ.
- Лебединская Е.** (2012). Роль нефтегазовых фондов в России // *Вопросы экономики*. № 3. С. 98–119.
- Calvo G.A., Izquierdo A., Talvi E.** (2006). Phoenix Miracles In Emerging Markets: Recovery without Credit From Systemic Financial Crises. NBER Working Paper 12101.
- Rautava J.** (2013). Oil Prices, Excess Uncertainty and Trend Growth: A Forecasting Model for Russia's Economy // *Focus on European Economic Integration*. No. Q4/13. P. 77–87.

REFERENCES (with English translation or transliteration)

- Calvo G.A., Izquierdo A., Talvi E.** (2006). Phoenix Miracles In Emerging Markets: Recovery without Credit From Systemic Financial Crises. NBER Working Paper 12101.
- Gurvich E., Prilepskiy I.** (2016). The Impact of Financial Sanctions on the Russian Economy. *Voprosy Ekonomiki* 1, 5–35 (in Russian).
- Gurvich E., Belyakov I., Prilepskiy I.** (2015). Oil Supercycle and Fiscal Policy. *Voprosy Ekonomiki* 9, 5–30 (in Russian).
- Gurvich E., Prilepskiy I.** (2010). What Determined the Depth of Recession? *Journal of the New Economic Association* 8, 55–79 (in Russian).
- Gurvich Ye.T., Andriakov A.D.** (2006). The Mechanisms of Financial Crisis in Russia. *Economics and Mathematical Methods [Ekonomika i matematicheskie metody]* 2, 79–92 (in Russian).
- Gurvich E.** (2009). Mechanisms of Russian Financial Crisis. Presentation at the X International Academic Conference on Economic and Social development. Moscow: National Research University Higher School of Economics (in Russian).
- Lebedinskaya E.** (2012). Sovereign Wealth Funds' Role in Russia. *Voprosy Ekonomiki* 3, 98–119 (in Russian).
- Rautava J.** (2013). Oil Prices, Excess Uncertainty and Trend Growth: A Forecasting Model for Russia's Economy // *Focus on European Economic Integration* Q4/13, 77–87.

Поступила в редакцию 4 марта 2016 года

E.T. Gurvich

Economic Expert Group, Financial Research Institute, Moscow, Russia

## **Evolution of Russian Macroeconomic Policy in Three Crises**

The paper contains comparative analysis of macro policies carried out on the eve and in the course of the three crises episodes (1998, 2008–2009, and 2014–2015). Efficiency of alternative policies pursued in these cases is indirectly characterized by collating sizes of adverse shocks, resources used by the government and the central bank, and economic performance (primarily output decline, unemployment, etc). A brief overview of key steps in the evolution of monetary and fiscal policies implemented over the last 20 years is suggested. The author is arguing that in the first two crisis episodes main efforts were aimed at maintaining macro stability despite changes in fundamental conditions. The priority of the new macroeconomic stance, on the contrary, is finding new equilibrium adequate to the new situation. The findings of the earlier comparative analysis are used to illustrate advantages of the new approach.

**Keywords:** *financial crisis, exchange rate policy, fiscal policy, Russian economy.*

JEL Classification: E5, G01, H6.