

Российская Федерация: отдельные вопросы

Настоящий документ по отдельным вопросам по **Российской Федерации** подготовлен группой сотрудников Международного Валютного Фонда в качестве справочной документации для проведения периодических консультаций с государством-членом Фонда. Он основан на информации, имевшейся на **1 сентября 2004 года**—дату окончательного составления документа. В документе изложены взгляды указанной группы сотрудников, которые не обязательно отражают точку зрения Правительства Российской Федерации или Исполнительного совета МВФ.

В соответствии с политикой опубликования докладов персонала и других документов МВФ допускается возможность изъятия информации, которая может повлиять на поведение рынка.

В целях оказания МВФ помощи в оценке публикационной политики читателей просят направлять свои комментарии на адрес электронной почты Publicationpolicy@imf.org.

Экземпляры данного доклада имеются в открытой продаже и могут быть заказаны по адресу:

International Monetary Fund • Publication Services
700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431
Телефон: (202) 623-7430 • Телефакс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org Интернет: <http://www.imf.org>

Цена: \$15.00 за экземпляр

**Международный Валютный Фонд
Вашингтон (округ Колумбия)**

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Отдельные вопросы

Подготовили: Гухун Квон, Франциска Онсорге, Нинке Омес (все ЕВР), Субир Лал (РАП), Памела Мадрид (ДДФ), Антонио Спилимберго (ДБВ), Лесли Тео (ДДФ)

Утверждено Европейским департаментом

10 августа 2004 года

Содержание	Стр.
I. Потоки частного капитала в Россию в перспективе	3
А. Последние тенденции	4
В. Международное банковское кредитование	4
С. Международные выпуски облигаций, кредитов и акций	8
D. Прямые иностранные инвестиции	10
Е. Выводы	11
II. Инфляция, спрос на деньги и дедолларизация в России	13
А. Введение	13
В. Опыт инфляции в России в последнее десятилетие	17
С. Аналитическая основа	20
D. Долгосрочная инфляция	21
Е. Долгосрочный спрос на деньги	24
F. Краткосрочная динамика инфляции	30
G. Выводы	32
Литература	48
III. Российская банковская система: последние события	50
А. История вопроса	50
В. Риски для банковской системы	53
С. Структурные слабости банковской системы	55
D. Пруденциальное регулирование и надзор	59
Е. Последние события в банковском секторе	61
F. Выводы	63
IV. Основные меры бюджетно-налоговой политики на 2005 год: оценка	65
А. Введение	65
В. Основные элементы пакета мер по снижению налогов	66

С. Воздействие на бюджет пакета мер по снижению налогов	69
В какую сумму обойдется снижение налога	70
Оценка возможных последствий снижения налога с точки зрения соблюдения	71
Уязвимость бюджета в отношении цен на нефть	72
Д. Вопросы экономической политики	73
Соображения политической экономии	73
Краткосрочное воздействие стимула	75
Долгосрочная устойчивость бюджета	75
Воздействие на долгосрочный экономический рост	77
Е. Выводы	77
V. Российские регионы: изменчивость доходов, подвижность рабочей силы и бюджетно-налоговая политика	84
А. Введение	84
В. История трех механизмов корректировки	86
С. Воздействие шоков региональных доходов на бюджет	89
Д. Роль центральных правительств в амортизации региональных шоков	94
Е. Выводы	99
Литература	101

I. ПОТОКИ ЧАСТНОГО КАПИТАЛА В РОССИЮ В ПЕРСПЕКТИВЕ¹

1. **В настоящей главе приводится обзор трендов потоков частного капитала в Россию за последние годы с разбивкой потоков на их составляющие.** В то время как данные платежного баланса представляют тренды, наблюдающиеся в потоках капитала, в агрегированной форме, в настоящей главе основное внимание уделено потокам частного капитала с точки зрения источников, а различные подкатегории потоков рассматриваются в более широком контексте финансирования формирующихся рынков в целом.

2. **Основной вывод, сделанный в настоящей главе, заключается в том, что в финансировании частного рынка России с 2002 года произошел значительный сдвиг.** Во-первых, Россия стала кредитором международной банковской системы на нетто-основе, в дополнение к длительному периоду значительных профицитов текущего счета. Во-вторых, начал облегчаться доступ небанковского корпоративного сектора России как к банковским, так и небанковским источникам внешнего финансирования в то время, как улучшался ее имидж в глазах инвесторов и сложилась благоприятная внешняя обстановка. Эта тенденция наметилась в конце 2001 года, тогда как рост чувствительного к изменению процентной ставки заимствования российскими банками пришелся на более позднее время, где-то на середину 2002 года. Финансирование в виде синдицированных кредитов и облигаций, возобновившееся на относительно скромные суммы в начале 2000 года, стало значительно увеличиваться начиная с конца 2001 года, причем по траектории, в целом совпадавшей с общим финансированием формирующихся рынков. Относительно слабые показатели выпуска акций и прямых иностранных инвестиций (ПИИ) вытекали как из глобальных, так и внутренних факторов. Структурные реформы, которые улучшили бы доступ к международному финансированию в виде акций и ПИИ, диверсифицировали бы базу финансирования корпоративного сектора при улучшении общих пассивов на их балансах.

3. **Остальная часть настоящей главы построена следующим образом.** Вначале рассматривается роль международного банковского кредитования в российской экономике, являющегося крупнейшей категорией потоков капитала между Россией и остальным миром. Затем следует обзор трендов в международной эмиссии облигаций, которые постепенно становятся важным источником финансирования российских несuverенных структур. Освещением относительно скромной роли синдицированного кредитования и узкой направленности международного выпуска акций дополняется освещение доступа российских структур к международным рынкам капитала. В заключение в главе приводится общий обзор последних событий, а также делаются выводы для дальнейшей интеграции с международными рынками капитала.

¹ Настоящую главу подготовил Субир Лал.

А. Последние тенденции

4. После нескольких лет **значительного, но уменьшавшегося оттока частного капитала², в 2003 году чистый отток частного капитала впервые уменьшился до пренебрежимо малых сумм.** Как показано в таблице 1, основными факторами, лежавшими в основе этого явления, были резкий рост заимствования коммерческих банков за рубежом (10,3 млрд долларов) и заимствования небанковского корпоративного сектора («корпораций») на международных рынках (12 млрд долл.).

Зарегистрирован умеренный отток портфельных инвестиций (-0,8 млрд долл.), тогда как чистые прямые иностранные инвестиции по-прежнему оставались со знаком минус (-3 млрд долл.). Бегство капитала считается самой значительной составляющей оттока капитала, не отнесенного к определенной категории, в том числе замещения национальной валюты на иностранные домохозяйствами и, возможно, предприятиями. Торговый кредит также является значительным компонентом «прочего частного капитала», который в большинстве случаев перемещается между международными банками и их отечественными контрагентами.

В. Международное банковское кредитование

5. **Международные банковские данные Банка международных расчетов (БМР) показывают, что России стала кредитором международной банковской системы на нетто-основе с 2002 года (рисунок 1).** Общая позиция банков, представляющих отчетность БМР, по отношению к России характеризовалась ростом пассивов международных банков с начала рассматриваемого периода, тогда как непрерывный рост активов начался со второй половины 2002 года. С тех пор чистые международные пассивы банков по отношению к России стали положительными. Это соответствует длительному и устойчивому периоду значительных профицитов текущего счета в России и снижению коэффициентов внешнего долга.

Таблица 1. Российская Федерация. Эволюция счета операций с капиталом, 2000–2003 годы
(В млрд долл. США, если не указано иное)

	2000	2001	2002	2003
Счет операций с капиталом и финансовый счет	-21,8	-13,9	-10,9	-0,6
Капитальные трансферты	-0,3	-0,5	-0,5	-1,0
Федеральный капитал	-4,3	-6,8	-6,6	-4,4
Бюджетный	-5,4	-5,2	-4,9	-7,4
Выплаты	1,1	0,6	0,9	0,8
Погашение	-6,6	-5,8	-5,7	-8,2
Небюджетный	1,1	-1,6	-1,8	3,0
Местные органы управления	-0,8	-0,2	-0,5	-0,2
Капитал частного сектора	-16,3	-6,4	-3,3	5,0
Прямые инвестиции	-0,4	-0,2	-1,2	-3,0
Портфельные инвестиции (чистые)	-0,2	0,6	2,0	-0,8
Коммерческие банки	-2,1	1,0	2,2	10,3
Корпорации	-1,0	0,4	8,3	12,0
Другой частный капитал	-12,7	-8,2	-14,7	-13,4
Ошибки и пропуски, чистые	-9,2	-10,2	-7,5	-5,2

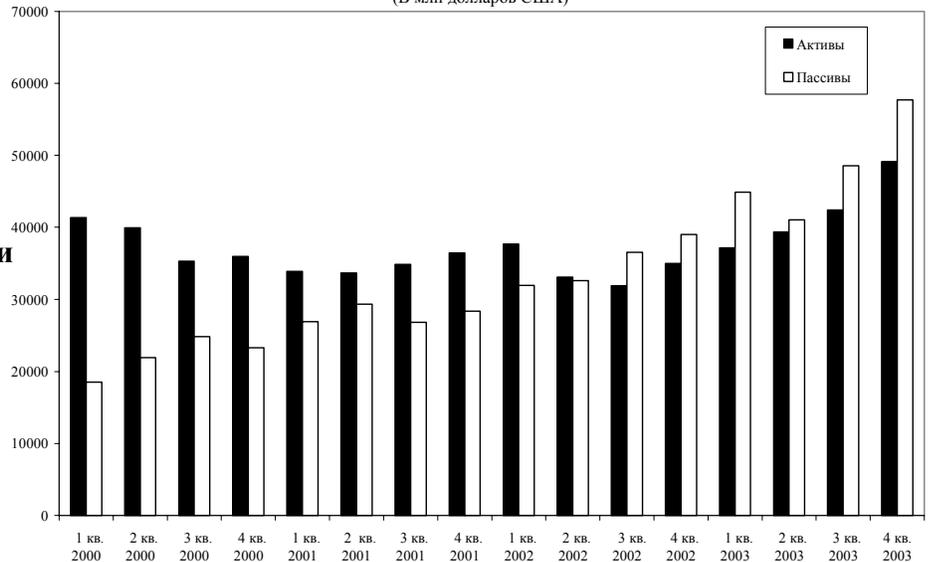
Источники: российские официальные органы, а также расчеты сотрудников МВФ.
Данные представлены по причитающимся срокам.

² Потоки частного капитала определяются в платежном балансе как сумма «капитала частного сектора» и «ошибки и пропуски».

6. На фоне общей картины, выделяющей роль России как кредитора международной банковской системы на нетто-основе, структура этой агрегированной позиции значительно отличается в случае банков и небанковских корпораций (рисунок 2). Международные банки были чистыми кредиторами

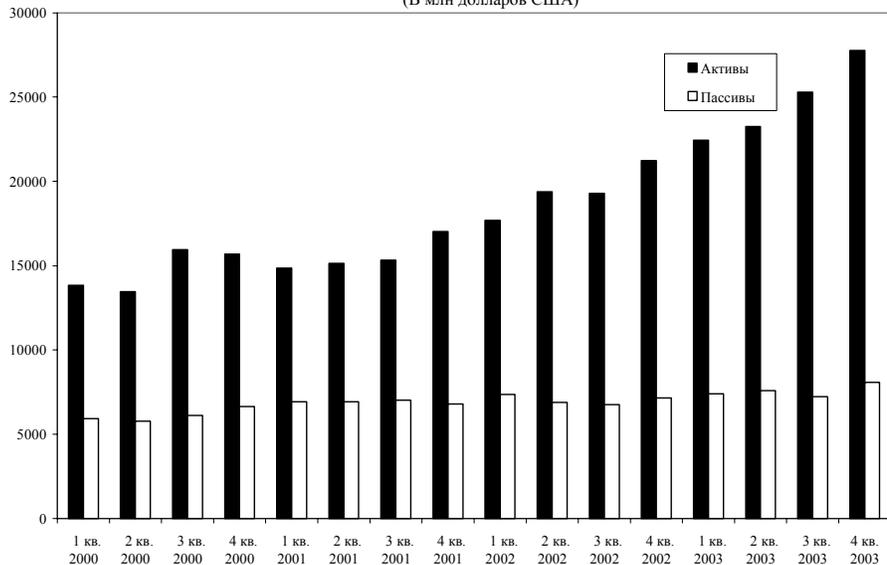
небанковского корпоративного сектора в России, и это явление значительно распространилось с начала 2002 года. Небольшие размеры внутренней банковской системы в сочетании с облегчением доступа крупных корпораций к международным займам, как в плане объема, так и в отношении цены, с 2002 года стали основной движущей силой, позволившей отечественным корпорациям диверсифицировать источники своего финансирования на выгодных условиях. При стабильном в целом размещении средств небанковским сектором в международных банках в размере приблизительно 6–8 млрд долларов, позиция активов международных банков по отношению к небанковскому сектору удвоилась с

Рисунок 1. Российская Федерация. Внешняя позиция банков, представляющих отчетность БМР, по отношению к России, 2000–2003 годы (В млн долларов США)



Источник: Банк международных расчетов (БМР).

Рисунок 2. Российская Федерация. Позиция банков, представляющих отчетность БМР, по отношению к небанковскому сектору, 2000–2003 годы (В млн долларов США)



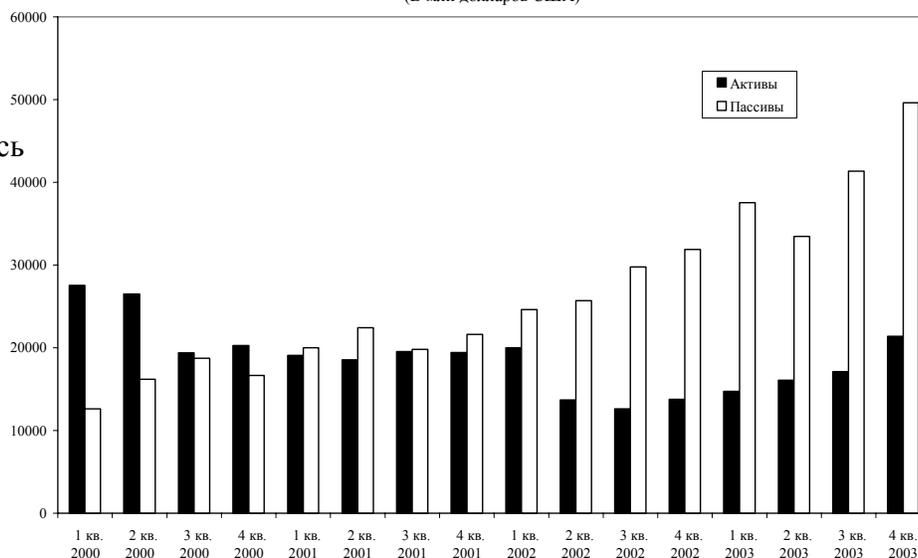
Источник: Банк международных расчетов (БМР).

4 млрд долларов до 28 млрд долларов. Согласно этому показателю международные банки предоставили чистых кредитов небанковскому сектору России приблизительно на 12 млрд долларов в период с 2000 по 2003 год.

7. Положение российской банковской системы резко отличается от этой картины (рисунок 3).

Международные банки здесь превратились из чистых кредиторов в чистых заемщиков начиная с начала 2001 года. Чистое кредитование международной банковской системы российскими банками возросло с 1 млрд долл. на начало 2001 года до 28 млрд долларов к концу 2003 года.

Рисунок 3. Российская Федерация. Позиция банков, представляющих отчетность БМР, по отношению к небанковскому сектору, 2000–2003 годы (В млн долларов США)



Источник: Банк международных расчетов (БМР).

Считается, что значительная часть этого кредитования приходится на межбанковские депозиты российских банков в банках БМР и торговый кредит, предоставляемый российскими экспортерами в виде кредитования банками экспортеров, имеющими штаб-квартиру в России, банков стран-импортеров. Очевидное расхождение между этой картиной и данными платежного баланса по чистому заимствованию коммерческих банков можно отчасти объяснить тем фактом, что торговый кредит (регистрируемый в платежном балансе под рубрикой «прочий частный капитал») за последние годы растет (на нетто-основе отток составил 9,7 млрд долларов за 2000–2003 годы). Рост кредитования международными банками российских банков с середины 2002 года («активы» международных банков) совпадает с периодом довольно предсказуемых обменных курсов, позволившим российским банкам участвовать в процентных арбитражных операциях, получая займы по выгодным процентным ставкам при небольшом, в их представлении, валютном риске. Рост депозитов российских банков за рубежом, по всей видимости, объяснялся в большей степени потребностями клиентов в предоставлении торгового кредита и размещении поступлений профицитов текущего счета.

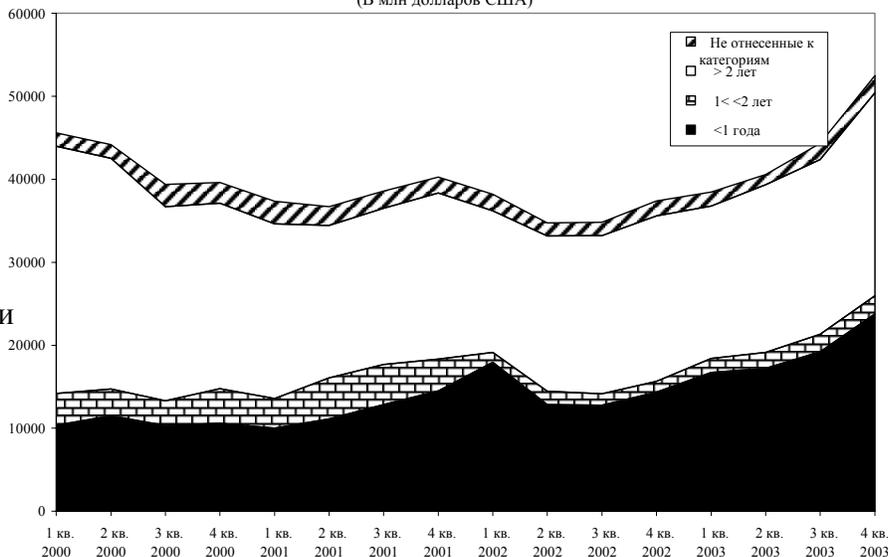
8. И наконец, консолидированные данные дают более детальную картину структуры международных банковских потоков в Россию (рисунок 4)³. При

³ В отличие от предыдущей международной банковской статистики, основанной на местоположении и более близкой к определениям платежного баланса, консолидированная статистика рассматривает (продолжение)

рассмотрении требований иностранных банков к российским структурам видно, что доля предоставленного иностранными банками краткосрочного кредита в России заметно возросла со второй половины 2002 года, совпав с ростом внешнего заимствования российскими банками в процентных арбитражных операциях. Из бесед с участниками рынка следует, что рост краткосрочного кредитования России в основном связан с ростом заимствования российскими банками, что соответствовало бы краткосрочному

характеру процентных арбитражных операций, тогда как небанковский сектор, по всей видимости, имеет доступ к более долгосрочному финансированию для удовлетворения потребности в капитале и инвестициях. Это говорит о том, что любое изменение условий кредитования, такое как повышение глобальных процентных ставок или усиление нежелания идти на риск в глобальных масштабах, оказывающее непропорционально сильное влияние на краткосрочное заимствование, вероятно приведет к сокращению объема внешнего заимствования российскими банками.

Рисунок 4. Российская Федерация. Консолидированные требования банков, представляющих отчетность БМР, по срокам, 2000–2003 годы (В млн долларов США)



Источник: Банк международных расчетов (БМР).

9. **Мнение, согласно которому чувствительное к изменению процентной ставки заимствование в большей степени производится российскими банками, чем корпорациями, подтверждают данные о консолидированных требованиях по секторам (рисунок 5).** Согласно этим данным тенденция к росту корпоративного заимствования началась в 2001 году, после повышения рейтингов ведущими агентствами, тогда как объем процентных арбитражных операций банков начал увеличиваться с 2002 года, когда ставки в США, определяемые денежно-кредитной политикой, стабилизировались после резких снижений в 2001 году и долгосрочные ставки снизились до почти рекордно низкого уровня.

открытые позиции по собственности, то есть включая местные отделения и филиалы иностранных банков как часть общей позиции требований иностранных банков.

10. **В итоге в настоящей секции дается обзор роли банковского финансирования в потоках частного капитала в Россию.** В то время как российская банковская система была кредитором международной банковской системы на нетто-основе, начало увеличиваться заимствование корпоративного сектора за границей,

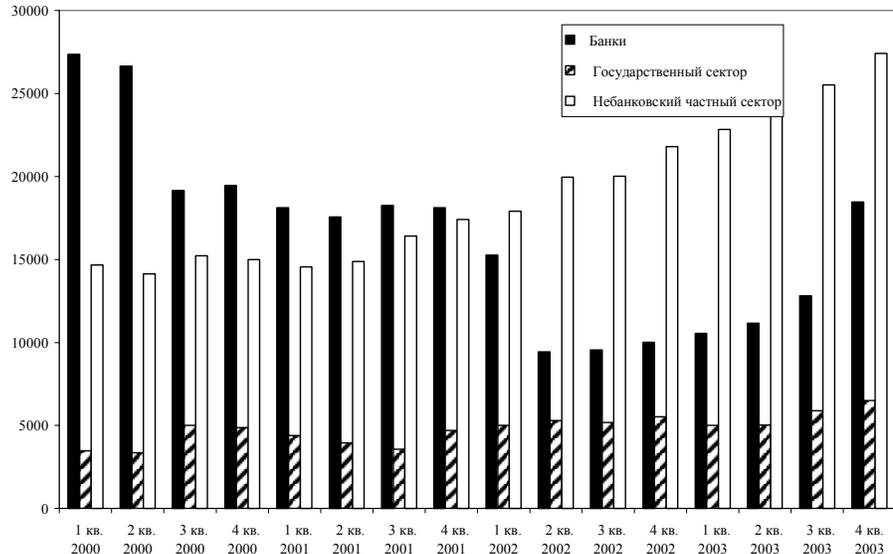
финансируемое банками. Недавно возникшая тенденция к повышению уровня заимствования, по всей видимости, приобрела серьезные масштабы в конце 2001 года, когда в восприятии кредиторами России наметился, вероятно, фундаментальный положительный сдвиг. Низкие процентные ставки на глобальных финансовых рынках, ставшие устойчивыми в 2002 году, обеспечили предоставление российским банкам доступа к чувствительным к изменению процентной ставки потокам по мере повышения степени предсказуемости обменного курса рубля.

С. Международные выпуски облигаций, кредитов и акций

11. **Небанковские потоки с международных рынков к российским структурам в основном приобрели вид синдицированного кредитования и эмиссии облигаций** (рисунок 6). Тогда как облигации, особенно государственного сектора, играли важную роль до кризиса 1998 года, восстановление доступа к рынку с 2000 года перенесло акцент в заимствовании на синдицированные кредиты. Тем не менее объем непогашенных облигаций продолжал расти при снижении доли эмиссии государственного сектора и росте доли частного сектора и финансового сектора.

12. **Схема эмиссии в целом соответствовала общим потокам на формирующиеся рынки** (рисунок 7). При этом, что касается заимствования Россией на международных рынках, пропорции остаются незначительными, указывая на небольшой риск насыщения рынков на агрегированном уровне.

Рисунок 5. Российская Федерация. Консолидированные требования банков, предоставляющих отчетность БМР, по секторам, 2000–2003 годы (В млн долларов США)



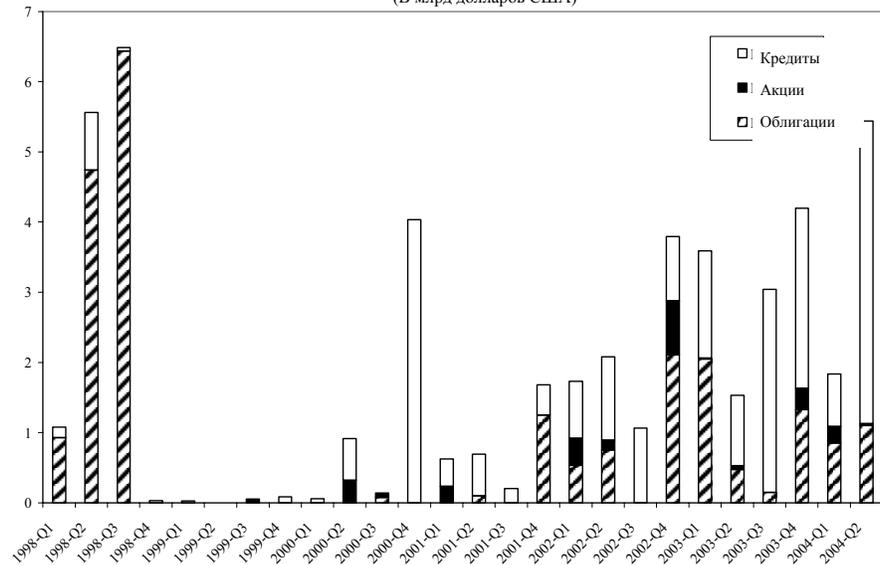
Источник: Банк международных расчетов (БМР).

13. При снижении объема непогашенных государственных облигаций, объеме облигаций, выпущенных финансовыми учреждениями и корпоративным сектором, растет (рисунок 8). Пользуясь улучшением имиджа России в глазах инвесторов, а также улучшением перспектив облигаций формирующихся рынков в целом, российские частные структуры

получили доступ к международным рынкам облигаций в значительных масштабах с конца 2001 года, приблизительно одновременно с существенным увеличением банковских потоков. При снижении объема государственных облигаций с 85 процентов по

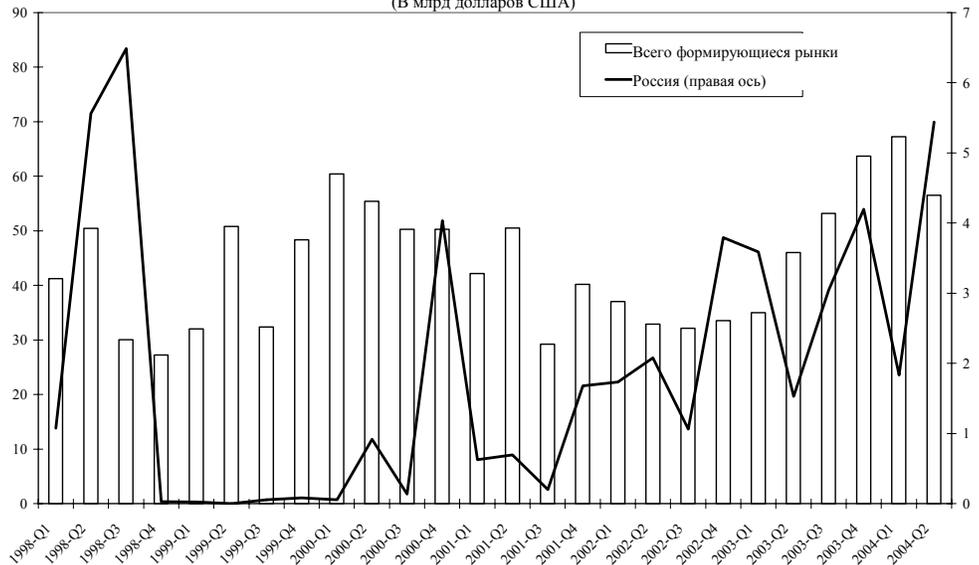
состоянию на начало 1999 года до 52 процентов к концу 2003 года, объем облигаций корпоративного сектора возрос с 2 процентов до 20 процентов за тот же период. Доля облигаций, выпущенных финансовыми учреждениями, снизилась с 12 процентов до 6,8 процента к концу 2002 года и возросла до 28 процентов к концу 2003 года.

Рисунок 6. Российская Федерация. Валовой международный выпуск облигаций, акций и выдача кредитов, 1998–2004 годы (В млрд долларов США)



Источники: Capital Data и расчеты сотрудников МВФ.

Рисунок 7. Валовой выпуск облигаций, акций и выдача кредитов: Россия и формирующиеся рынки, 1998–2004 годы (В млрд долларов США)



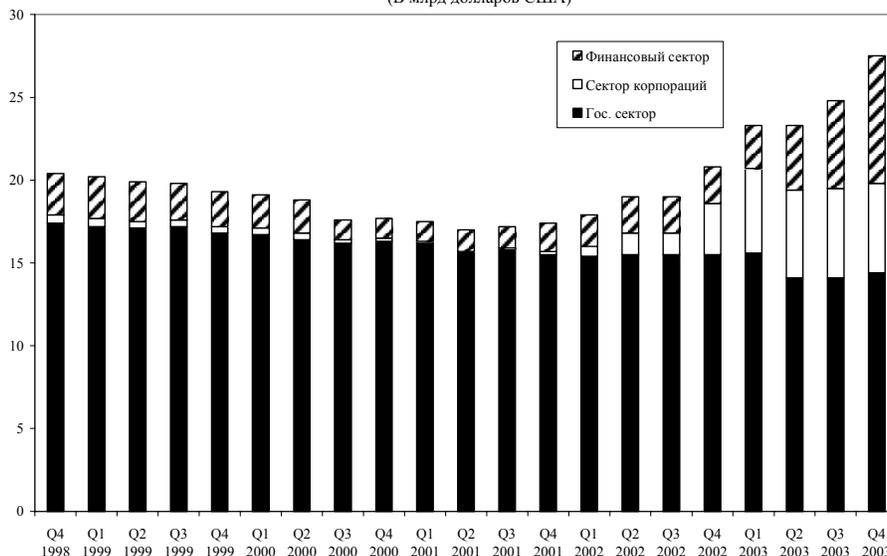
Источники: Capital Data и расчеты сотрудников МВФ.

14. Доступ России к

рынку синдицированных кредитов стремительно расширяется, тогда как ее доступ к международному рынку акционерного капитала остается относительно незначительным. С одной стороны, предоставление синдицированных кредитов России резко

увеличилось и возросло до беспрецедентного уровня в первой половине 2004 года. При этом, в силу присущей им обычно скользящей структуры процентных ставок, они чувствительно реагируют на повышение процентных ставок на зрелых рынках. В результате потенциальные расходы по обслуживанию этого долга могут значительно возрасти. С другой стороны, доступ России к международному рынку акционерного капитала остается относительно незначительным по сравнению с другими потоками. Размещение акций остается еще менее значительным и спорадическим, отражая, отчасти, концентрацию собственности крупных российских фирм, которые потенциально могут иметь доступ к международным рынкам капитала. При концентрации подавляющего большинства синдицированных кредитов в секторе энергетики, за которым следует горнодобывающая промышленность и некоторые виды деятельности в финансовом секторе, международные выпуски акций размещались на относительно небольшие суммы в секторах телекоммуникаций, здравоохранения, консультаций и авиационно-космическом, энергетическом и банковском секторах.

Рисунок 8. Российская Федерация. Международные непогашенные облигации по секторам, 1998–2003 годы (В млрд долларов США)



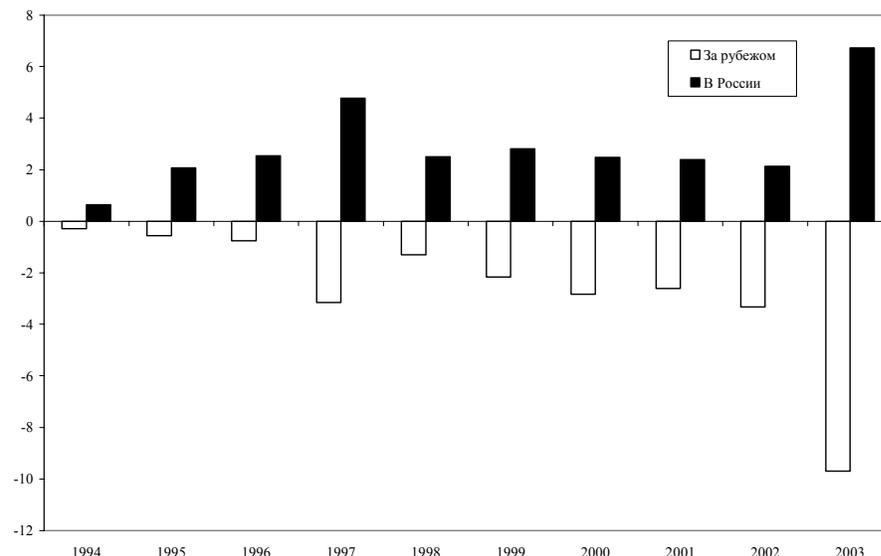
Источники: Банк международных расчетов и расчеты сотрудников МВФ.

D. Прямые иностранные инвестиции

15. Согласно данным платежного баланса ПИИ на нетто-основе в России стали выражаться отрицательным числом, при росте ПИИ за границей и по-прежнему относительно небольшом объеме ПИИ из-за границы (рисунок 9). В какой-то степени ПИИ за пределами страны отражают полный учет офшорных инвестиций российскими структурами и частичный — их возврата. Кроме того, некоторые ПИИ, такие как имеющая заметное значение сделка между БП и ТНК в 2003 году, были зарегистрированы в офшоре и не отразились в данных платежного

баланса. Огромные профициты энергетического сектора также устранили необходимость в ПИИ в нефтяном секторе и предоставили нефтяным компаниям ресурсы на финансирование приобретений за границей, особенно в СНГ. И наконец, неизжитое беспокойство по поводу качества корпоративного управления также отражено в низких показателях ПИИ в стране.

Рисунок 9. Российская Федерация. Прямые иностранные инвестиции, 1994–2003 годы (В млрд долларов США)



Источники: Центральный Банк Российской Федерации и расчеты сотрудников МВФ.

Е. Выводы

16. **С 2002 года увеличился приток капитала в Россию и расширился ее доступ к рынку капитала.** Во-первых, возросло заимствование в целом, включая банковские кредиты на двусторонней основе, облигации, синдицированное кредитование и, в некоторой степени, выпуск акций. Эту диверсификацию следует приветствовать ввиду ограниченных возможностей частного сектора получать займы по выгодным ставкам от внутренней банковской системы и на рынке рублевых облигаций. Кроме того, для получения доступа к международным рынкам заемщики должны соблюдать международные стандарты отчетности и раскрытия информации, что должно способствовать улучшению общих условий корпоративного управления. Во-вторых, повышение рейтинга России ведущими рейтинговыми агентствами в 2001 году и более положительное впечатление о кредитоспособности страны, по всей видимости, расширили доступ российских корпораций к международным рынкам с конца 2001 года. В-третьих, при последующем снижении мировых процентных ставок до почти не имеющего прецедента в истории низкого уровня в 2002 году, рост объема краткосрочного заимствования, особенно банками, занимающимися процентными арбитражными операциями, также усилил общую тенденцию.

17. **Двумя участками, на которых наблюдалось заметное отставание в этой общей тенденции, были выпуск акций и ПИИ.** После того как лопнул «пузырь» мирового фондового рынка в 2000 году, условия выпуска акций оставались неблагоприятными до конца 2003 года на всех формирующихся рынках. Но с улучшением ситуации, наметившимся в последние кварталы, расширились и

возможности активизации выпуска акций формирующимися рынками. При этом на выпуске акций и ПИИ значительно сильнее, чем на международных потоках долговых инструментов, сказываются мнения о корпоративном управлении и защите миноритарных акционеров, а также стабильность и предсказуемость внутренней правовой основы. Это означает, что работа по проведению структурной реформы в этих сферах, помимо улучшения общей деловой обстановки, также позволит корпорациям диверсифицировать свои источники финансирования, улучшив баланс между финансированием за счет выпуска акций и при помощи долговых инструментов. В рамках финансирования за счет долговых инструментов расширение доступа к рынкам облигаций также откроет возможности финансирования по фиксированной процентной ставке, необходимой корпорациям, особенно для инфраструктурных и долгосрочных капитальных инвестиций.

II. Инфляция, спрос на деньги и дедолларизация в России⁴

A. Введение

1. **В 2003 году в России быстро росла рублевая денежная масса, в то время как инфляция оставалась на уровне ниже ожидавшегося.** Рост широкой рублевой денежной массы увеличился почти вдвое, с 32 процентов на конец 2002 года до 61 процента на конец 2003 года, тогда как общий уровень инфляции за 12 месяцев

снизился с 15 процентов на конец 2002 года до 12 процентов на конец 2003 года (рисунок 1). Такое снижение общего уровня инфляции, скорее всего, частично объяснялось замедлением роста регулируемых цен, о чем свидетельствует факт небольшого повышения базовой инфляции в 2003 году. Тем не менее даже рост базовой инфляции представляется

Рисунок 1. Базовая инфляция по ИПЦ, общий уровень инфляции по ИПЦ и широкая рублевая денежная масса (прирост за 12 месяцев)

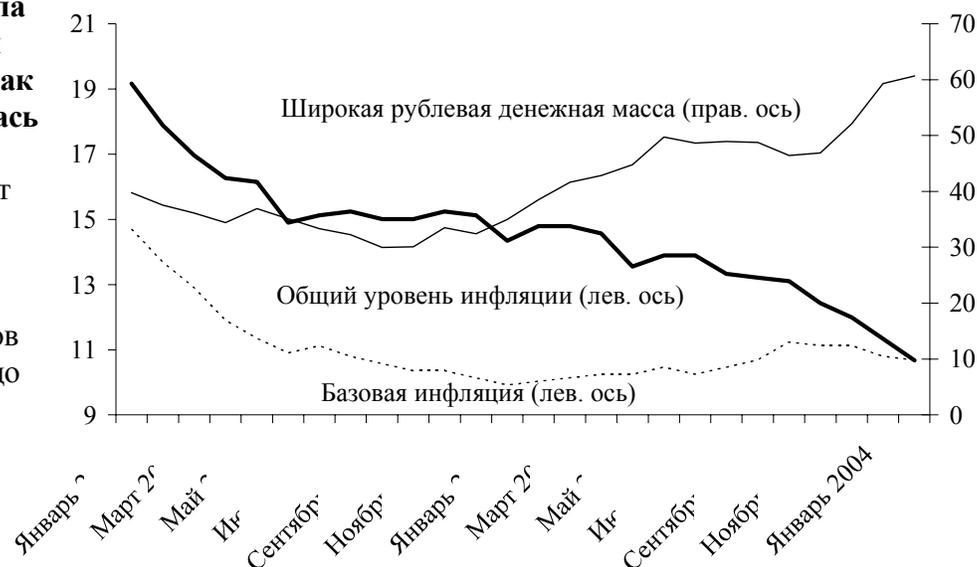
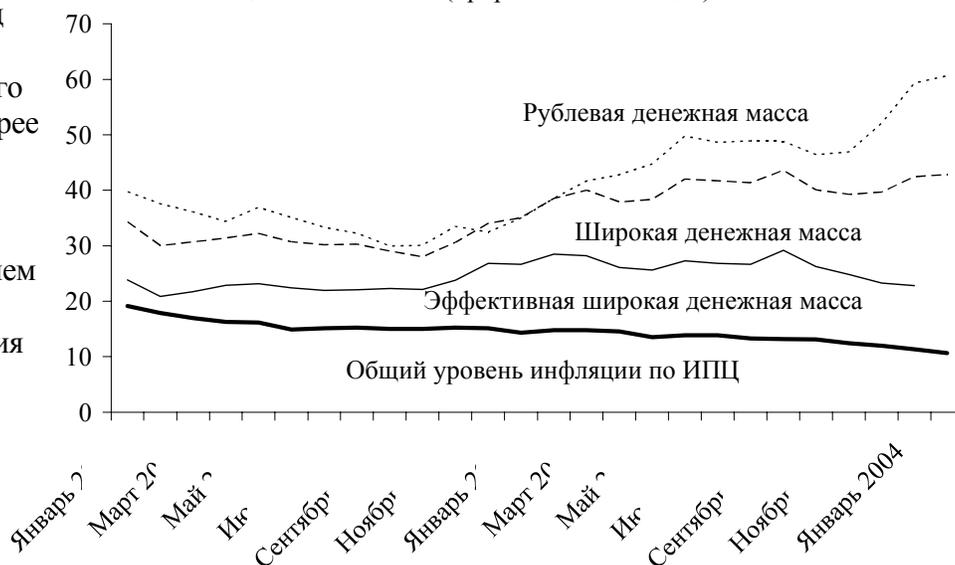


Рисунок 2. Общий уровень инфляции по ИПЦ и показатели роста денежной массы (прирост за 12 месяцев)



⁴ Настоящую главу подготовили Франциска Онсорге и Нинке Омес. Авторы выражают благодарность Олене Билан, Гухуну Квону, Богдану Лиссоволику, Сергею Николаенко, Дэвиду Оуэну, Антонио Спилемберго, Полу Томсону, Анне Вдовиченко, участникам семинара в МВФ, Центральному банку России и конференции UACES «Денежно-кредитная политика в отдельных странах СНГ» за полезные замечания и предложения.

относительно умеренным по сравнению с быстрыми темпами роста денежной массы. Эта загадка «недостающей инфляции», недавно возникшая и в других переходных экономиках, требует более глубокого понимания факторов, влияющих на рост денежной массы и инфляцию.

2. **В настоящей работе мы покажем, что загадка «недостающей инфляции» отчасти объясняется дедолларизацией экономики.** С начала 1990-х годов иностранная валюта, главным образом доллар США, обычно выполняет все стандартные функции денег в России⁵. Вполне естественным поэтому будет включение объема наличной иностранной валюты вне банковской системы в определение денег. Несмотря на обычное отсутствие данных об авуарах наличной иностранной валюты в большинстве стран, в настоящей главе дается оценка наличной иностранной валюты в обращении в России. При значительной неопределенности точной суммы наличной иностранной валюты в обращении (см. Приложение I), и наша оценка, и официальные источники указывают на перелом в замещении валюты, или дедолларизацию, в 2003 году: то есть рост рублевой денежной массы частично объяснялся сокращением объема наличной иностранной валюты⁶. В результате рост *эффективного широкого показателя денежной массы* (широкая денежная масса плюс оценка объема наличной иностранной валюты) значительно отставал от роста более узких денежных агрегатов (рисунок 2), решив в значительной мере загадку недостающей инфляции.

3. **Дедолларизация в 2003 году была, по-видимому, связана с ожидавшимся повышением курса рубля.** С начала 2003 года до начала 2004 года курс рубля относительно доллара повышался предсказуемым образом. В результате отрицательная ожидаемая норма прибыли на авуары долларов вне банковской системы в сочетании с укреплением доверия к банкам стали стимулом к тому, чтобы вместо хранения наличных долларов размещать средства на рублевых счетах и, в меньшей степени, — хранить наличные рубли и наличные евро. Этим, вероятно, объясняется начало роста широкой рублевой денежной массы приблизительно одновременно с началом повышения курса рубля (рисунок 3).

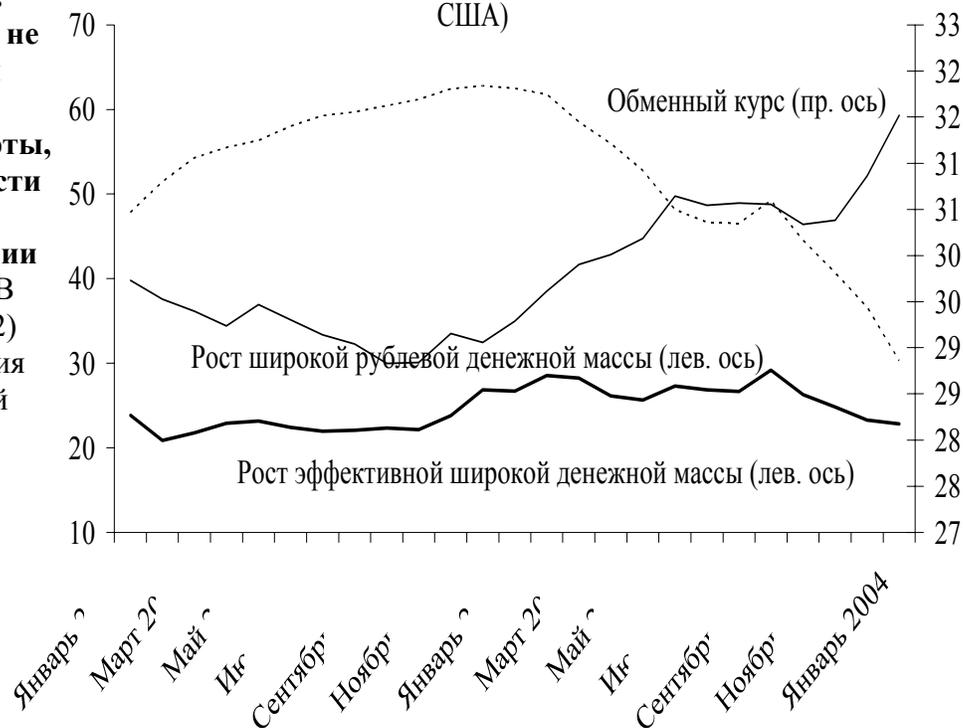
⁵ То есть иностранная валюта используется в России как счетная единица, средство сбережения и платежное средство. Хотя иностранная валюта не является в России законным платежным средством, доллар США и (все чаще) евро фактически принимаются как средство платежа, особенно при крупных покупках, таких как недвижимость и автомобили.

⁶ Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ) подтверждает факт дедолларизации в 2003 году. По его оценкам, запасы объема наличной иностранной валюты вне банковской системы снизились с 38,8 млрд долл. США по состоянию на 1 января 2003 года до 33,2 млрд долл. США к 1 января 2004 года («Вестник банковской статистики», таблица 1.9).

4. В проведенных ранее исследованиях спроса на деньги в России, в которых не учитывался объем наличной иностранной валюты, возникали трудности с установлением стабильной функции спроса на деньги. В работе Banerji (2002) оценивается функция спроса для широкой рублевой денежной массы в России за период с июня 1995 года по март 2001 года и делается вывод о том, что тесты VAR на наличие

единого коинтегрирующего вектора, что является одним из показателей стабильности спроса на деньги, «не дали поддающихся рациональной оценке или устойчивых результатов»⁷. Автору работы Choudhry (1998), в которой оценивается спрос на деньги в России для более раннего периода гиперинфляции с января 1992 года по сентябрь 1994 года, также не удалось найти доказательств наличия стационарной долгосрочной взаимосвязи между реальными рублевыми остатками (широкой рублевой денежной массой и наличными рублями) и инфляцией⁸. В работе Bahmani-Oskooee and Barry (2000) обнаружена стационарная взаимосвязь для периода с января 1991 года по июнь 1997 года, но полученные результаты также являются свидетельством нестабильности спроса на реальную широкую рублевую денежную массу в России. При рассмотрении аналогичного периода, с января 1992 года по июль 1998 года, в работе Nikolić (2000) установлено, что взаимосвязь между широкой денежной массой и инфляцией «нестабильна и заметно реагирует на изменения, происходящие в новой экономической и институциональной среде» (стр. 131).

Рисунок 3. Рублевая широкая денежная масса и широкая денежная масса (прирост за 12 месяцев), обменный курс (рублей за доллар США)



⁷ Banerji (2002), сноска 6.

⁸ Вместе с тем в работе Choudhry (1998) получено подтверждение стационарной взаимосвязи между реальными денежными остатками, темпами инфляции и темпами номинального обесценения рубля относительно доллара США, которую автор этой работы трактует как доказательство валютного замещения.

5. **В настоящей главе показано, что включение наличной иностранной валюты в определение денежной массы повышает стабильность функции спроса на деньги.** Для периода с апреля 1996 года по январь 2004 года обнаружена существенная обратная зависимость величины денежных агрегатов, которые не включают наличную иностранную валюту, от темпов номинального обесценения относительно доллара США, подтверждая, что доллар США был важным заменителем широкой рублевой денежной массы. Поэтому, пожалуй, неудивительно, что не существует значительной зависимости спроса на эффективные широкие деньги, включающие наличную иностранную валюту, от снижения курса рубля, поскольку на нем не сказываются изменения в структуре портфелей замещения валюты. Дополнительным указанием на стабильность функции спроса на эффективные широкие деньги является то, что она обнаруживает наименьшие стандартные ошибки, постоянство оценок параметров и наиболее веские свидетельства единственности ее коинтегрирующего вектора.

6. **Построение более широкого, более стабильного денежного агрегата помогает также глубже понять и по возможности более точно прогнозировать инфляцию.** Пользуясь стандартным методом оценки «долгосрочной» инфляции, мы обнаружили, что за период нашей выборки инфляция примерно на 50 процентов зависела от номинального эффективного обесценения, на 40 процентов — от удельных издержек на рабочую силу и на 10 процентов — от цен на коммунальные услуги. Отклонения от этого уравнения могут быть достаточно стойкими, то есть их коррекция может занимать до 12 месяцев. Как и ожидалось, краткосрочная динамика инфляции зависит, по всей видимости, в значительной степени от эффективного широкого показателя денежной массы: избыточное предложение эффективной широкой денежной массы имеет инфляционный эффект (тогда как избыточное предложение совокупности более узких денежных инструментов такого эффекта не имеет), и изменения темпов роста эффективной широкой денежной массы оказывают наиболее сильное и наиболее устойчивое воздействие на краткосрочную инфляцию.

7. **Наши результаты следует толковать с определенной осторожностью, поскольку они полностью зависят от точности данных и правильно выбранного эконометрического метода.** Во-первых, нашей оценке иностранной валюты в обращении присуща значительная неопределенность (Приложение I). Во-вторых, масштаб краткосрочного воздействия эффективной широкой денежной массы на инфляцию может быть завышен под влиянием переоценки (Приложение II). В-третьих, к нашим «долгосрочным» коинтеграционным результатам следует подходить осторожно ввиду относительно коротких временных рядов и принятого нами по этой причине решения использовать месячные данные и условные переменные для кризиса августа 1998 года, а это, возможно, недостаточно для полного устранения структурного пробела в наших рядах. И наконец, хотя наша методология соответствует использованной в нескольких других опубликованных исследованиях, надежность нашего метода нуждается в проверке в дальнейших исследованиях с

применением других источников данных, дополнительных переменных и других эконометрических характеристик.

Таблица 1. Отдельные переходные экономики: рост денежной массы и инфляция, 2003 год (среднегодовой рост в процентах)

8. Результаты настоящего исследования могут оказаться актуальными и для других стран с долларизованной переходной экономикой. Как показывает таблица 1, в ряде стран с переходной экономикой, в основном бывших республиках Советского Союза, в последнее время наблюдался быстрый рост широкой денежной массы, в то время как инфляция оставалась на умеренном уровне. Кроме того, в нескольких последних исследованиях инфляции в странах с переходной экономикой выявлена слабая связь между инфляцией и ростом денежных агрегатов, не включающих наличную иностранную валюту⁹. Поэтому может быть полезно выяснить, играла ли дедолларизация некоторую роль и в этих странах с переходной экономикой.

	Инфляция	M2 1/	Широкая ден. масса
Азербайджан	2,2	28,0	30,0
Беларусь	28,4	71,1	56,8
Болгария	2,3	20,3	16,8
Казахстан	6,4	55,1	29,2
Кыргызская Республика	2,7	33,5	33,4
Россия	13,7	51,6	39,7
Украина	5,2	43,5	47,2

Источник: «Международная финансовая статистика».

1/ По определению: деньги вне банков, бессрочные вклады, срочные и сберегательные вклады и валютные вклады в депозитных денежных банках.

В. Опыт инфляции в России в последнее десятилетие

9. Замедление темпов обесценения рубля внесло значительный вклад в дезинфляцию 1995–1996 годов. В 1995 году официальные органы начали проводить жесткую денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику, которая способствовала снижению инфляции за 12 месяцев с более чем 200 процентов на конец 1994 года до 22 процентов на конец 1996 года. Меры по снижению темпов инфляции опирались на благоприятные внешние условия. Тем не менее приток краткосрочного капитала и облегчение бремени платежей по официальному долгу оказывали повышательное давление на обменный курс. Пытаясь сдержать повышение курса рубля при помощи нестерилизованных валютных интервенций, ЦБ РФ несколько замедлил процесс снижения темпов инфляции. Чтобы помешать спекулятивной игре на повышение курса рубля, с июля 1995 года был введен валютный коридор, способствовавший дальнейшей стабилизации обменного курса и инфляционных ожиданий (рисунок 4).

⁹ Для Украины в работе Lissovolik (2003) не обнаружено свидетельств наличия значимой долгосрочной взаимосвязи между денежной массой и инфляцией в период с февраля 1996 года по сентябрь 2002 года. Для Словацкой Республики в работе Kuijs (2002) не обнаружено прямого влияния избыточной широкой денежной массы на краткосрочную инфляцию в период с марта 1993 года по декабрь 2000 года. Для Грузии в работе Maliszewski (2003) показано, что в период с января 1996 года по февраль 2003 года воздействие обменных курсов на инфляцию было несколько сильнее, чем влияние денежных агрегатов.

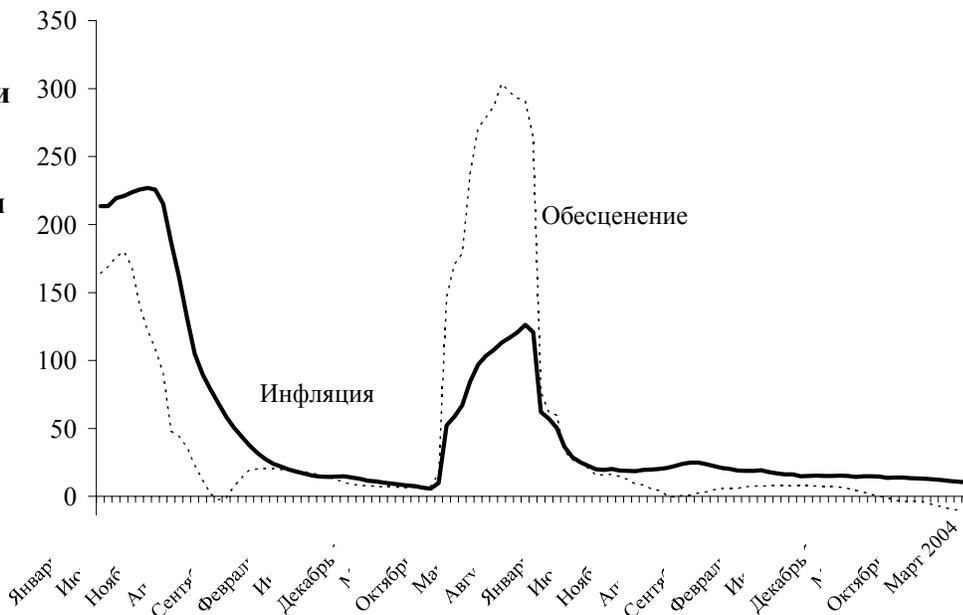
10. **В конце 1997 года слабые налогово-бюджетные и внешнеэкономические показатели в сочетании с эффектами цепного распространения кризиса в Азии создали давление в сторону понижения курса рубля, что в конечном счете привело к финансовому кризису августа 1998 года.**

Изменение направления движения капитала совпало по времени с падением цен на нефть, что привело к снижению темпов роста ВВП и уменьшению профицита счета текущих операций.

Помимо этого слабые базовые бюджетные показатели способствовали резкому росту процентных ставок¹⁰. В итоге в августе 1998 года официальные органы объявили односторонний мораторий на выплаты по долговым обязательствам и расширили коридор обменного курса рубля, что означало его фактическую девальвацию. В сентябре 1998 года курс рубля снизился на 103 процента, прямым результатом чего стал скачок месячной инфляции с 3,7 процента в августе до 38 процентов в сентябре 1998 года и повышение темпов инфляции за 12-месячный период с 5,6 процента в июле 1998 года до 126 процентов в июле 1999 года.

11. **С 1999 года официальные органы шли путем скромной дезинфляции, снижая инфляцию на 2–3 процента в год.** Благоприятные внешние условия, особенно повышение цен на нефть и металлы, и образовавшийся вследствие этого профицит счета текущих операций, а также возобновившийся с 2001 года приток капитала позволили ЦБ РФ накапливать резервы. С 2000 года года ЦБ РФ боролся с давлением в сторону повышения курса рубля при помощи в основном нестерилизованных покупок иностранной валюты. Результатом стал быстрый рост денежных агрегатов, и дальнейшее снижение темпов инфляции оказалось затруднительным.

Рисунок 4. Инфляция и обесценение рубля за 12 месяцев



¹⁰ Более подробное рассмотрение причин кризиса 1998 года, которое выходит за рамки предмета настоящей работы, см., например, в работах Buchs (1999), Desai (2000) и Kharas, Pinto, and Ulataov (2001).

12. Эффективный широкий показатель денежной массы в целом возрастал в соответствии с динамикой темпов инфляции и обменного курса. Как видно из рисунка 6, рост эффективного широкого показателя денежной массы резко ускорился во время (и, в некоторой степени, в преддверии) кризиса 1998 года¹¹ и снова замедлился при снижении темпов

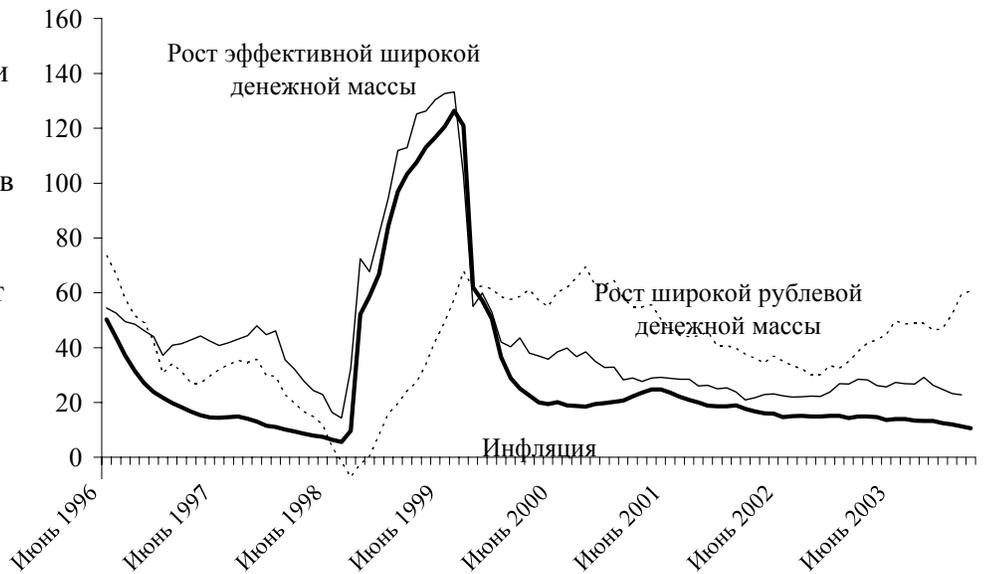
инфляции. И хотя частично такая динамика объясняется переоценкой стоимости долларовых инструментов в периоды обесценения и укрепления рубля, более подробные расчеты, приведенные в Приложении II, показывают, что она также отражает эффект изменения объема. Более того, как утверждается в Приложении II, тот факт, что изменения обменного курса сказываются на эффективном

широком показателе денежной массы, на самом деле повышается полезность этого показателя для объяснения и, по возможности, прогнозирования инфляции.

Рисунок 5. Объем промышленного производства (процентное изменение за 12 месяцев) и цена на нефть Urals (в долларах США за баррель)



Рисунок 6. Рост денежных агрегатов и инфляция (процентное изменение за 12 месяцев)



¹¹ Резкое уменьшение объема всех денежных агрегатов в середине 1998 года частично объясняется крахом платежной системы вследствие кризиса.

С. Аналитическая основа

13. **Мы построили модель для факторов, определяющих инфляцию в России, путем объединения двух основных теорий: надбавочной теории инфляции и монетарной теории инфляции.** Надбавочная теория инфляции восходит к работе Duesenberry (1950), а монетарная теория инфляции обычно ассоциируется с работой Friedman and Schwartz (1963). Надбавочная теория обычно считается адекватной основой для оценки факторов, определяющих инфляцию в долгосрочной перспективе, тогда как монетарная теория используется главным образом для моделирования краткосрочной динамики инфляции.

14. **Согласно надбавочной теории инфляции, долгосрочный уровень внутренних цен определяется через надбавку к совокупным удельным издержкам.** Пользуясь работой De Brouwer and Ericsson (1998), можно записать:

$$P = \mu \cdot ULC^\alpha P_{im}^\beta P_{ut}^\gamma,$$

где P — индекс потребительских цен, μ — надбавка, ULC — удельные издержки на рабочую силу (средние затраты на оплату труда на единицу продукции), P_{im} — цена импортируемых производственных ресурсов, а P_{ut} — индекс цен на коммунальные услуги, включая энергоносители и электричество. Эластичности ИПЦ по цене каждого из факторов производства обозначаются, соответственно, α , β и γ и предполагаются положительными и постоянными. Кроме того, обычно предполагается, что P является линейно однородной (то есть повышение стоимости каждого используемого в производстве ресурса на x процентов должно вести к росту потребительских цен на x процентов), что дает проверяемую гипотезу о том, что $\alpha + \beta + \gamma = 1$. Тогда член $\mu - 1$ равняется процентной надбавке в потребительских ценах относительно издержек производства. Аналогичные надбавочные модели инфляции использовались, среди прочих, в работах Lissovlik (2003) для Украины, Kuijs (2002) для Словацкой Республики и Sekine (2001) для Японии.

15. **Согласно монетарной теории инфляции, ее движущей силой является избыточное предложение денег.** Несколько исследований указывает на то, что в период после либерализации цен в 1992 году главные причины инфляции в России имели денежный характер, поскольку была обнаружена сильная корреляция роста рублевой денежной массы и инфляции¹². Поэтому предполагается, что в период

¹² В исследованиях, основанных на данных по России с начала 1990-х годов (обзор которых приведен в работе Pesonen and Korhonen, 1999), обнаружено значительное влияние роста широкого показателя рублевой денежной массы на инфляцию с относительно коротким лагом до 4 месяцев. В них обнаружены также некоторые свидетельства того, что начиная с 1994 года длительность этого лага увеличивалась, и произошло ослабление этой связи по мере дальнейшего снижения темпов инфляции и уменьшения предсказуемости скорости обращения денег. В работе Nikolić (2000) не было найдено стабильной линейной взаимосвязи между широкой рублевой денежной массой или совокупной широкой (продолжение)

гиперинфляции начала 1990-х годов рост спроса на деньги был незначительным по сравнению с ростом денежной массы. В принципе, однако, естественно предположить, что инфляционные давления возникают только тогда, когда предложение денег превышает спрос на деньги.

16. В работе использован двухэтапный метод оценки, который позволяет учесть обе теории инфляции. На первом этапе оценивается долгосрочное уравнение инфляции на базе надбавок без учета избыточного предложения денег (поскольку избыточная денежная масса в долгосрочной перспективе должна быть равна нулю), и отдельно оценивается долгосрочное уравнение спроса на деньги. Затем, на втором этапе, эти две долгосрочные взаимосвязи объединяются в одно уравнение, в котором учитываются отклонения от долгосрочных уравнений (то есть оно включает члены коррекции равновесия), с тем чтобы определить краткосрочную динамику инфляции¹³.

Д. Долгосрочная инфляция

17. Для оценки уравнения долгосрочной инфляции для России рассчитываются удельные издержки на рабочую силу исходя из данных о заработной плате, численности занятых и объеме производства в промышленности, измеряется рост цен на импорт по снижению номинального эффективного обменного курса и проводится оценка расходов на коммунальные услуги на основе темпов роста компонента «платных услуг» в ИПЦ¹⁴. Удельные издержки на рабочую силу рассчитываются как частное от деления фонда заработной платы в промышленности (то есть произведение заработной платы в промышленности на численность занятых в промышленности) на объем промышленного производства в реальном выражении¹⁵. Номинальный эффективный обменный курс представляет

денежной массой (включая средства на валютных счетах) и инфляцией за период 1994–1998 годов, и это указывает на то, что во второй половине 1990-х годов инфляция уже не была монетарным явлением.

¹³ Такой двухэтапный подход широко используется для развивающихся стран, в которых временные ряды данных имеют ограниченную длину и обычно подвержены значительным ошибкам измерения (например, Kuijs, 2002; Sacerdoti and Xiao, 2001; Williams and Adedeji, 2004). Хотя, конечно, лучше было бы оценивать два долгосрочных уравнения одновременно при помощи одной модели VAR, это обычно чрезвычайно трудно сделать с короткими временными рядами ограниченного качества, имеющими структурные пробелы. Преимущество отдельной оценки двух VAR, каждая из которых имеет уникальный коинтегрирующий вектор, состоит в том, что легче найти оценки, в большей степени соответствующие исходным посылкам. В работе Kuijs (2002, стр. 9) утверждается, что это экономическое преимущество важнее, чем технический недостаток менее эффективной (статистически) процедуры.

¹⁴ Аналогичная переменная используется в уравнениях долгосрочной инфляции, оцениваемых в работах Kuijs (2002) для Словацкой Республики и Lissovolik (2003) для Украины.

¹⁵ Месячные данные о численности занятых в промышленности по России доступны только с января 1998 года, поэтому за предшествующий период в качестве представительной величины для роста численности занятых в промышленности в работе использованы данные по росту общей численности занятых.

собой среднее значение взвешенных по объему внешней торговли обменных курсов, а потому является более точной представительной величиной для цен на импорт, чем двусторонние обменные курсы¹⁶. Компонент «платных услуг» в ИПЦ включает общественный транспорт, жилье, абонентскую плату за телефоны, электроэнергию, водоснабжение, канализацию и газ¹⁷. Хотя такой метод используется в литературе, трудность его заключается в том, что инфляция цены услуг является подмножеством инфляции ИПЦ, что привело бы к совершенной коллинеарности, если бы вес услуг в ИПЦ оставался постоянным, тогда как он со временем меняется. Предпочтительнее метод использования базовой инфляции в качестве зависимой переменной, но российские данные по базовой инфляции имеются только с января 1999 года.

18. Уравнение долгосрочной инфляции можно записать как линейно-логарифмическую функцию от удельных издержек на рабочую силу, обесценения национальной валюты и цен на коммунальные услуги:

$$p = \ln(\mu) + \alpha \cdot ulc + \beta \cdot neer + \gamma \cdot p_{ut},$$

где p — логарифм ИПЦ, $neer$ — логарифм индекса номинального эффективного обменного курса, ulc — логарифм индекса удельных издержек на рабочую силу, а p_{ut} — логарифм индекса цен на платные (коммунальные) услуги. Для проверки коинтеграции этих переменных требуется, чтобы все переменные являлись $I(1)$, то есть были нестационарны в уровнях, но стационарны в разностях. При этом результаты проведенной проверки на единичный корень, в сводном виде представленные в Приложении III, не могут опровергнуть (на 1-процентном уровне) гипотезу о том, что все переменные нестационарны в разностях первого порядка, даже при использовании разностей за 12 месяцев для ослабления сезонных эффектов¹⁸. При этом месячные изменения роста по сравнению с предыдущим годом оказались стационарными. Несмотря на слабость проверки на единичный корень в коротком временном ряду, мы считаем эти результаты достаточно надежными для оценки следующего коинтеграционного вектора:

¹⁶ Номинальный эффективный обменный курс не умножается на уровни цен за рубежом, поскольку в период выборки инфляция в странах, являющихся торговыми партнерами (главным образом ЕС), была низкой и стабильной по сравнению с инфляцией в России.

¹⁷ Это данные Госкомстата — государственного комитета по статистике, который публикует временные ряды только для трех подкомпонентов ИПЦ: продуктов питания, непродовольственных товаров и платных услуг.

¹⁸ Возможно, что нам не удалось отвергнуть нулевую гипотезу о нестационарности инфляции из-за слабой мощности тестов Дики-Фуллера на единичный корень для относительно небольших выборок со структурными пробелами. При этом не так уж редка нестационарная инфляция. Например, темпы инфляции часто включаются в коинтегрирующие векторы спроса на деньги в качестве альтернативных издержек, что справедливо только в том случае, если инфляция является $I(1)$. Свидетельства нестационарной инфляции также приводятся в работах Celasun and Goswami (2002) для Ирана и Budina, Maliszewski, De Menil, and Turlea (2004) для Румынии.

$$\Delta p = \alpha \cdot \Delta ulc + \beta \cdot \Delta neer + \gamma \cdot \Delta p_{ut},$$

где Δ обозначены разности за 12 месяцев, то есть мы предполагаем, что инфляция на α процентов зависит от роста удельных издержек на рабочую силу, на β процентов — от темпов номинального эффективного обесценения рубля и на γ процентов — от инфляции цен на коммунальные услуги.

19. **Проверки на коинтеграцию в целом подтверждают гипотезу о единственном коинтегрирующем векторе для периода с апреля 1996 года по январь 2004 года.** Как показано в Приложении IV, нулевая гипотеза об отсутствии коинтеграции ($r = 0$) решительно отвергается, тогда как нулевая гипотеза о наличии не более одного коинтегрирующего вектора ($r \leq 1$) не может быть отвергнута по результатам трех из четырех тестов на коинтеграцию (а по результатам четвертого теста — только на 5-процентном уровне). Опять же, при интерпертации результатов проверок не следует забывать об оговорке о слабости проверок на коинтеграцию в коротком временном ряду.

20. **Рассчитанная коинтеграционная взаимосвязь, нормированная по инфляции, указывает на то, что долгосрочная инфляция примерно на 50 процентов зависит от номинального эффективного обесценения, примерно на 40 процентов — от удельных издержек на рабочую силу и примерно на 10 процентов — от повышения цен на коммунальные услуги.** Оценка эффекта передачи воздействия номинального эффективного обесценения отличается особой точностью и устойчивостью и близка к оценке передачи воздействия на уровне 0,5–0,6, полученной в работе Stavrev (2003) для темпов номинального обесценения рубля относительно доллара США¹⁹. Если не вводить условия, что сумма коэффициентов должна быть равна единице, то коэффициент при переменной роста цен на коммунальные услуги будет выше, а коэффициент при удельных издержках на рабочую силу — ниже (таблица 2). Вместе с тем при повторной оценке уравнения в рамках гипотезы о линейной однородности ($\alpha + \beta + \gamma = 1$) формальный тест на степень правдоподобия показывает, что данная гипотеза не может быть отвергнута на пятипроцентном уровне (таблица 2). Поэтому было решено, что уравнение долгосрочной инфляции с названным ограничением имеет больший экономический смысл.

21. **Проверка на коинтеграцию показывает, что оценки коэффициентов уравнения (с ограничением) долгосрочной инфляции стабильны во времени.** На рисунке 9 приводятся рекурсивные оценки и 95-процентные доверительные интервалы для номинального эффективного обесценения и роста удельных издержек на рабочую силу (рост цен на коммунальные услуги является остаточной величиной), которые позволяют увидеть, как изменяются коэффициенты при проведении оценки данного

¹⁹ Оценка того же уравнения с использованием курса относительно доллара США вместо номинального эффективного курса дает очень близкий результат, скорее всего вследствие того, что в России курс рубля относительно доллара США имеет большой вес в номинальном эффективном обменном курсе.

уравнения с последовательным добавлением новых месячных наблюдений, начиная с января 2000 года. Коэффициент при обесценении исключительно стабилен и составляет примерно 0,5. Имеются определенные указания на отсутствие существенной зависимости инфляции от роста удельных издержек на рабочую силу до 2001 года, но тот факт, что более ранние оценки незначительно отличаются от нуля, может объясняться короткой выборкой. Как показано в Приложении V, полученные коэффициенты, особенно коэффициент при номинальном эффективном обесценении, оказываются в целом устойчивыми по отношению к выбору длительности лага (использованию двух лагов вместо трех), показателя удельных издержек на рабочую силу (использование роста заработной платы в промышленности дает аналогичные результаты) и показателя роста цен на импорт (использование темпов обесценения относительно доллара США дает результаты, аналогичные полученным при использовании номинального эффективного обесценения).

Е. Долгосрчный спрос на деньги

22. Долгосрчный спрос на деньги оценивается на основе стандартной спецификации, которая согласуется с целым рядом денежных теорий:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y, \bar{R}),$$

где M^d — спрос на конкретный денежный агрегат, P — индекс потребительских цен, Y — переменная масштаба, измеряющая реальный уровень экономической активности, а \bar{R} — вектор, представляющий нормы прибыли на альтернативные активы (то есть альтернативные издержки хранения денег). Для измерения Y используются месячные данные по объему промышленного производства в качестве условной переменной вместо месячного ВВП²⁰.

23. Для измерения нормы прибыли альтернативных активов используются два показателя альтернативных издержек. Первый — это номинальная процентная ставка по рублевым депозитам, равная средневзвешенной депозитной ставке по депозитам с разными сроками. Хотя чаще принято использовать процентную ставку по краткосрочным казначейским обязательствам, этого нельзя было сделать в периоде выборки из-за отсутствия данных²¹. Эта процентная ставка применяется нами к

²⁰ Месячные оценки ВВП по России отсутствуют. В случае использования квартальных данных по ВВП за период со II квартала 1996 по IV квартал 2003 года выборка состояла бы только из 35 наблюдений, то есть не была бы достаточной для получения результатов, обладающих какой-либо статистической надежностью.

²¹ Когда в августе 1998 года правительство объявило о дефолте по своим краткосрочным казначейским обязательствам, в России произошел крах рынка краткосрочных казначейских обязательств (ГКО). И хотя в июне 2000 года работа этого рынка возобновилась, он с тех пор оставался узким, поэтому маловероятно, что процентная ставка по краткосрочным казначейским обязательствам играла существенную роль в определении спроса на деньги.

денежным агрегатам, в которые также входят депозиты, поскольку предполагаем, что наличный компонент денежных агрегатов в России занимает главенствующее положение в российских данных. Вторым показателем альтернативных издержек служат темпы номинального обесценения рубля относительно доллара США²². Хотя темпы инфляции тоже можно было бы рассматривать как альтернативные издержки, то есть как норму прибыли на авуары в форме товаров, высокая корреляция между инфляцией и обесценением национальной валюты в России не позволяет одновременно включить обе эти переменные в уравнение спроса на деньги²³. Соответственно мы решили включить только темпы обесценения, поскольку темпы снижения номинального курса были, вероятно, связаны с более значительными альтернативными издержками, чем темпы инфляции, поскольку: 1) за темпами обесценения валюты населению легче наблюдать, чем за темпами инфляции; 2) субъективные наблюдения подсказывают, что доллары США оказались более важным альтернативным активом, чем товары длительного пользования²⁴.

²² И в работе Choudhry (1998), и в работе Vanerji (2002) установлено, что спрос на реальную рублевую денежную массу находится в обратной зависимости от темпов обесценения рубля относительно доллара США, тогда как в работе Buch (1998) делается вывод о том, что он находится в обратной зависимости от *уровня* номинального обменного курса рубля относительно доллара США (а не от текущих или будущих темпов обесценения). Значимость темпов обесценения трактуется в работе Choudhry (1998) как свидетельство валютного замещения, а в работе Vanerji (2002) — как свидетельство того, что темпы обесценения используются в качестве представительного показателя для будущих процентных ставок или риска конвертируемости валюты при кризисе. В работе Buch (1998) значимость уровня обменного курса интерпретируется как свидетельство того, что текущий обменный курс считается индикатором будущего обесценения, что представляется несколько нереалистичным.

²³ В настоящей работе оценены отдельные уравнения спроса на деньги с использованием инфляции вместо обесценения и обнаружено, что при включении инфляции в любое из уравнений спроса на деньги процентные ставки по депозитам и/или объем промышленного производства утрачивали свою значимость. Кроме того, воздействие одной лишь инфляции на эффективный широкий показатель денежной массы оказалось незначимым. По мнению авторов настоящей работы, это можно рассматривать как свидетельство того, что инфляция была отражением эффектов обесценения и процентных ставок, а не альтернативных издержек, представляющих «прибыль» на товары длительного пользования.

²⁴ Использование недвижимого имущества как альтернативного актива началось совсем недавно и только незначительной долей населения.

Таблица 2. Результаты оценки долгосрочного коинтеграционного уравнения инфляции, апрель 1996 года – январь 2004 года 1/

		Рост затрат на труд на единицу продукции	Номинальное эффективное обесценение	Рост цен коммунальных услуг	Сумма коэффициентов
Без ограничений	Коэффициент 2/	0,253 **	0,477 **	0,457 **	1,187
	Стандартная ошибка	0,097	0,019	0,140	
С ограничениями	Коэффициент 2/	0,397 **	0,494 **	0,109 3/	1,000
	Стандартная ошибка	0,103	0,020	...	

LR тест ограничения: $\chi^2(1) = 3,0548 [0,0805]$

1/ Базовая VAR включает три лага, константу, тренд и четыре условных переменных: за период дезинфляции начала 1996 года, кризис 1998 года, коррекцию августа 1999 года после чрезмерной корректировки валютного курса в августе 1998 и октябре 2000 года (для 4/96 до 7/96, 8/98 до 9/98, 8/99, 10/00).

2/ ** обозначает значимость на однопроцентном уровне.

3/ Коэффициент роста цен коммунальных услуг — остаточная величина.

24. Хотя предложение денег временно может превышать спрос на деньги или наоборот, разумно предположить, что цены в России являются достаточно гибкими, чтобы обеспечить равновесие денежного рынка в долгосрочной перспективе. Полагая $M^d = M^s = M$ и используя строчные буквы для обозначения логарифмов, можно, таким образом, записать функцию долгосрочного спроса на деньги в линейно-логарифмической форме:

$$m - p = \beta_0 + \beta_1 y + \beta_2 i + \beta_3 e,$$

где i — номинальная процентная ставка по рублевым депозитам за 12 месяцев, а e — темпы номинального обесценения рубля относительно доллара США за 12 месяцев. Поскольку каждая переменная нестационарна в уровнях и стационарна в разностях (см. Приложение III), можно оценить коинтеграционную взаимосвязь между этими четырьмя переменными²⁵. Остаточный член этой долгосрочной взаимосвязи показывает разность между предложением денег и спросом на деньги, то есть направленность денежно-кредитной политики.

25. Для того чтобы определить, какой денежный агрегат дает наиболее стабильную функцию спроса на деньги, M^d оценивается с использованием пяти

²⁵ Использование фактического обесценения в качестве показателя ожидаемого обесценения в коинтеграционной взаимосвязи может быть обоснованным, если ошибки прогнозирования, осуществляемого экономическими агентами, являются стационарными. При условии рациональных ожиданий ошибки прогнозирования всегда стационарны, тогда как в случае ретроспективных ожиданий ошибки прогнозирования являются стационарными в том случае, если процесс, для которого составляется прогноз, нестационарен в уровнях, что и имеет место в данном случае (Taylor, 1991; Choudhry, 1998). Мы оценивали наши уравнения используя как рациональные ожидания (совершенное прогнозирование), так и прошлые ожидания без значительного изменения результатов.

различных агрегатов: наличные рубли в обращении, узкая рублевая денежная масса, широкая рублевая денежная масса, широкая денежная масса и эффективная широкая денежная масса. Как предложено в работе Feige (2002), эффективная широкая денежная масса, ЭШДМ (EBM), определяется как сумма наличных рублей в обращении вне банковской системы (RCC), рублевых счетов до востребования (RDD), рублевых срочных счетов (RTD), валютных счетов (FCD) и, что наиболее важно, оценки объема иностранной валюты в обращении (FCC). Перечисленные пять денежных агрегатов определяются следующим образом:

Наличные рубли в обращении	= RCC
Узкая рублевая денежная масса (RNM)	= RCC+RDD
Широкая рублевая денежная масса (RBM)	= RCC+RDD+RTD
Широкая денежная масса (BM)	= RCC+RDD+RTD+FCD
Эффективная широкая денежная масса (EBM)	= RCC+RDD+RTD+FCC

26. **Тесты на коинтеграцию указывают на то, что функция спроса на деньги наиболее стабильна при ее определении через эффективную широкую денежную массу.** Как показано в Приложении IV, имеются веские свидетельства наличия единственного коинтегрирующего вектора для эффективной широкой денежной массы, в то время как в случае двух самых узких денежных агрегатов невозможно с уверенностью отклонить гипотезу об отсутствии коинтеграции, несмотря на слабость проверки коинтеграции в коротких временных рядах. Вместе с тем, поскольку имеются по крайней мере некоторые свидетельства наличия единственного коинтегрирующего вектора для всех денежных агрегатов (хотя в случае узкой рублевой денежной массы — только для одного из критериев коинтеграции и только на 5-процентном уровне), в работе проводится оценка долгосрочных коинтеграционных уравнений для всех пяти определений денежной массы.

27. **Результаты оценки коэффициентов в уравнениях долгосрочного спроса на деньги дают ожидаемые знаки и сходны во многих отношениях.** Как показано в таблице 3, оценка коэффициента при переменной объема промышленного производства, которая показывает спрос на деньги для проведения операций, является значимой в уравнениях для всех денежных агрегатов и часто существенно не отличается от единицы, что согласуется с количественной теорией денег. Оценка коэффициента при процентной ставке по депозитам, которая выступает в качестве общего показателя альтернативных издержек хранения денег, имеет высокую значимость во всех случаях, кроме широкой рублевой денежной массы, и находится в интервале между $-0,006$ и $-0,01$ ²⁶. Поскольку процентная ставка по депозитам

²⁶ Это интуитивный результат, поскольку рублевая широкая денежная масса состоит отчасти из наличных рублей, спрос на которые находится в обратной зависимости от ставки по рублевым депозитам, и отчасти из рублевых депозитов, спрос на которые находится в прямой зависимости от депозитной ставки. В случае широких показателей денег (ШДМ и ЭШДМ) рублевые депозиты составляют сравнительно небольшую их часть, так что агрегированное поведение определяется главным образом компонентами, находящимися в обратной зависимости от ставки по рублевым депозитам.

измеряется в процентных пунктах, это означает, что полуэластичность находится в интервале от -0,6 до -1, то есть повышение процентной ставки по депозитам на один процентный пункт ведет к снижению спроса на деньги в размере от 0,6 до одного процента. Значение коэффициентов целом устойчиво при использовании двух лагов (вместо трех) и включении других переменных (например, бартера и трехмесячных казначейских векселей США в качестве дополнительных показателей альтернативных издержек).

28. **Все показатели спроса на деньги, которые не включают наличную иностранную валюту в обращении, характеризуются существенной обратной зависимостью от темпов номинального обесценения рубля, и это указывает на то, что наличная иностранная валюта была важным заменителем внутренних денежных инструментов и, возможно, даже валютных счетов²⁷.** Почти для всех показателей спроса на деньги получены оценки полуэластичности по обесценению на уровне приблизительно 0,4; это значит, что повышение темпов обесценения на один процентный пункт ведет к снижению спроса на деньги на 0,4 процента. Для рублевой широкой денежной массы, например, это означает, что приблизительно одна шестая прироста эффективной рублевой широкой денежной массы в 2003 году приходилась на повышение обменного курса рубля²⁸. Хотя широкая денежная масса кажется несколько менее чувствительной к изменению темпов обесценения — полуэластичность составляет 0,3 процента, эта полуэластичность незначительно отличается от 0,4. Как и предполагалось, эффективная широкая денежная масса, включающая наличную иностранную валюту, не показывает существенной зависимости от темпов обесценения.

²⁷ Поскольку процентная ставка по депозитам показывает годовую норму прибыли на депозиты, были использованы также годовые темпы обесценения (то есть рост обменного курса за 12 месяцев), с тем чтобы упростить сравнение оценок коэффициентов при этих двух нормах прибыли.

²⁸ Реальная широкая денежная масса увеличилась на 30,6 процента в 2003 году по сравнению с переходом от номинального обесценения рубля на 5,6 процента в 2002 году к его ревальвации на 7,8 процента в 2003 году. Прогнозировавшийся рост реальной широкой денежной массы после этого поворота событий в ревальвации рубля составил 5,4 процента (т.е. $0,4 \cdot (7,8 + 5,6)$), или приблизительно одну шестую фактического прироста реальной широкой денежной массы в 2003 году.

Таблица 3. Оценка уравнений долгосрочного спроса на деньги, апрель 1996 года – январь 2004 года 1/

		Объем промышленного производства	Процентная ставка по депозитам	Обесценение рубля
Наличные рубли в обращении	Коэффициент	2,0866 **	-0,009 **	-0,005 **
	Стандартная ошибка	0,587	0,004	0,002
Узкая рублевая денежная масса	Коэффициент	1,319 **	-0,010 **	-0,004 **
	Стандартная ошибка	0,414	0,003	0,001
Широкая рублевая денежная масса	Коэффициент	3,159 **	-0,004	-0,004 **
	Стандартная ошибка	0,689	0,005	0,002
Широкая денежная масса	Коэффициент	1,853 **	-0,006 **	-0,003 **
	Стандартная ошибка	0,326	0,002	0,001
Эффективная широкая денежная масса	Коэффициент	1,216 **	-0,008 **	0,001
	Стандартная ошибка	0,126	0,001	0,000

1/ Базовая VAR включает три лага, константу, условные переменные для учета сезонности, условную переменную для учета августа-сентября 1998 года и условную переменную для учета августа-сентября 1999 года.

2/ ** обозначает значимость на уровне 1 процента, а * — значимость на уровне 5 процентов.

29. **Уравнение для широкой рублевой денежной массы, которая представляет собой один из чаще всего используемых показателей, одновременно является и наиболее нестабильным.** Об этом говорит то, что оценки коэффициентов для уравнения спроса на широкую рублевую денежную массу являются наименее точными (то есть имеют самые большие стандартные ошибки). Коэффициент при процентной ставке по депозитам практически не является статистически значимым, а рекурсивные оценки коэффициента при показателе объема производства существенно повышаются с течением времени (рисунок 12).

30. **Рекурсивные оценки коэффициентов уравнений долгосрочного спроса на деньги подтверждают, что эффективная широкая денежная масса дает наиболее стабильную функцию спроса на деньги.** Как показывают рисунки 10–14, коэффициенты при переменных, представляющих наличные рубли в обращении, узкую рублевую денежную массу и широкую рублевую денежную массу, указывают на то, что воздействие объема промышленного производства с течением времени усилилось (то есть операционный спрос на деньги повысился), однако стандартные ошибки достаточно велики, так что с точки зрения статистической значимости для большей части периода наблюдений это воздействие почти или совсем не отличается от нуля. Оценки коэффициентов уравнения для эффективной широкой денежной массы являются не только наиболее точными, то есть имеют самые узкие доверительные интервалы, но и наиболее стабильными в том смысле, что эти доверительные интервалы не расширяются со временем. Это указывает на то, что доверительные интервалы для других денежных агрегатов расширились вследствие

изменений объема наличной иностранной валюты, которые не влияют на эффективный широкий показатель денежной массы.

Г. Краткосрочная динамика инфляции

31. Для изучения краткосрочной динамики инфляции уравнение долгосрочной инфляции объединяется с уравнением долгосрочного спроса на деньги в рамках модели коррекции равновесия. Поскольку выяснилось, что инфляция и факторы, определяющие ее долгосрочную динамику, являются I(1), для обоснованности обычного МНК уравнение краткосрочной инфляции необходимо оценивать в разностях²⁹. Таким образом, модель коррекции равновесия для изменения темпов инфляции описывается разностями ее объясняющих переменных с лагом, членом коррекции равновесия для инфляции и членом коррекции равновесия для денежной массы. Кроме того, в нее добавлены взятые с лагом величины изменений в темпах роста самой денежной массы как возможные определяющие факторы краткосрочной инфляции. Это дает следующее уравнение:

$$\Delta\Delta p_t = b_0 + b_1\Delta\Delta p_{t-1} + b_2\Delta\Delta p_{t-2} + b_3\Delta\Delta ulc_{t-1} + b_4\Delta\Delta ulc_{t-2} + b_5\Delta\Delta neer_{t-1} + b_6\Delta\Delta neer_{t-2} + b_7\Delta\Delta p_{ut,t-1} + b_8\Delta\Delta p_{ut,t-2} + b_9EC\Delta p_{t-1} + b_{10}ECm_{t-1} + \sum_{i=1}^6 b_{10+i}\Delta\Delta m_{t-i},$$

где $EC\Delta p_{t-1}$ обозначает член коррекции равновесия (ЕС) для инфляции (то есть отклонений от значений уравнения долгосрочной инфляции), а через ECm_{t-1} обозначен член коррекции равновесия для заданного денежного агрегата (то есть отклонений от долгосрочного равновесия денежного рынка). Таким образом, коэффициент b_9 отражает краткосрочную «корректировку» инфляции в ответ на временные отклонения от долгосрочного равновесия на товарном рынке (где определяются цены), а коэффициент b_{10} отражает краткосрочную корректировку инфляции в ответ на временные отклонения от долгосрочного равновесия на денежном рынке. Кроме того, включение члена $\sum_{i=1}^6 b_{10+i}\Delta\Delta m_{t-i}$ позволяет учесть возможное прямое воздействие ускорения роста денежной массы на ускорение темпов инфляции³⁰.

²⁹ Это достаточно распространенный подход; например, аналогичные модели коррекции равновесия для изменения темпов инфляции оцениваются в работе Celasun and Goswami (2002) для Ирана и в работе Budina and others (2004) для Румынии. Использование разностей подразумевает большой объем информации, его преимущество заключается в том, что оно обеспечивает иммунитет нашего уравнения от структурных пробелов, а это — желательная характеристика модели прогнозирования (Hendry, 2003).

³⁰ Добавление этого члена уравнения по существу делает предлагаемую в данной работе модель разностным вариантом модели коррекции равновесия, оцениваемой в работе Lissovolik (2003).

32. **Проведенная оценка модели коррекции равновесия показывает, что наилучшую модель краткосрочной инфляции дает использование в качестве денежного агрегата эффективной широкой денежной массы (ЭШДМ).** Показатели соответствия, приведенные в таблице 4, показывают, что уравнение с ЭШДМ характеризуется самым низким среднеквадратическим отклонением, самым высоким коэффициентом детерминации, максимальным логарифмическим правдоподобием и наименьшей остаточной суммой квадратов (RSS). Результаты тестирования остатков показывают, что уравнение с ЭШДМ характеризуется самыми высокими значениями p , а это означает, что уравнение с ЭШДМ обеспечивает наибольшую уверенность в том, что остаточные величины имеют нормальное распределение и не показывают сколько-нибудь значимой автокорреляции или гетероскедастичности.

33. **Результаты оценки также указывают на то, что в краткосрочной перспективе не наблюдается существенной реакции инфляции на избыточное предложение денежных агрегатов, не включающих наличную иностранную валюту в обращении, но при этом она значимо реагирует на избыточное предложение эффективных широких денег.** Как видно из таблицы 4, коэффициент при переменной избыточной денежной массы с лагом (ECM_{-1}) является статистически незначимым во всех случаях, кроме использования эффективной широкой денежной массы. Это может отражать нестабильность зависимостей, описывающих долгосрочное равновесие для тех денежных агрегатов, которые не включают наличную иностранную валюту. Оценка коэффициента при ECM_{-1} в модели с ЭШДМ показывает, что избыточное предложение денег в размере одного процента преобразуется в повышение темпов инфляции на 3,7 процента (например, если инфляция исходно составляла 10 процентов, то в следующем месяце она составит 10,37 процента).

34. **Кроме того, полученные результаты указывают на то, что изменения в темпах роста ЭШДМ оказывают наиболее сильное и наиболее устойчивое воздействие на краткосрочную инфляцию.** Это, пожалуй, неудивительно ввиду сильной корреляции между ростом ЭШДМ и инфляцией под влиянием эффектов переоценки (см. Приложение II). При этом интересно отметить, что ускорение темпов роста ЭШДМ все еще оказывает сильное влияние даже после корректировки воздействия изменения обменного курса на инфляцию. Хотя для большинства денежных агрегатов воздействие ускорения роста денежной массы проявляется в основном через три месяца³¹, рост ЭШДМ продолжает воздействовать на инфляцию даже по истечении четырех и пяти месяцев, что говорит о большей устойчивости этого влияния. Кроме того, это влияние в целом также является наиболее сильным в случае ЭШДМ, составляя 0,259; это значит, что общим результатом однопроцентного ускорения роста эффективной широкой денежной массы является повышение темпов инфляции приблизительно на $\frac{1}{4}$ процента. Интуитивно вполне понятно, что второе по

³¹ Лаги продолжительностью три–пять месяцев между изменением денежной массы и вытекающим изменением темпов инфляции в России согласуются с продолжительностью лагов, полученной в работе Nikolić (2000).

значению воздействие оказывает объем наличных рублей в обращении, общее воздействие которого составляет 0,144, то есть несколько более половины воздействия ЭШДМ³².

35. И наконец, эти оценки указывают на то, что скорость корректировки инфляции к ее долгосрочному равновесному уровню составляет примерно 6–12 месяцев. Как показано в таблице 4, коэффициент при члене уравнения, определяющем коррекцию равновесия для инфляции с лагом ($EC\Delta p_{-1}$), изменяется в пределах от -0,169 до -0,085, в зависимости от используемого денежного агрегата. (В уравнении для ЭШДМ этот коэффициент равен -0,085 и является статистически значимым только на 12-процентном уровне.) Это означает, что если инфляция превышает свой долгосрочный равновесный уровень на один процентный пункт, например, из-за временного потрясения, каждый месяц корректируется от 8,5 до 17 процентов такого отклонения, поэтому потребуется от 6 до 12 месяцев, чтобы инфляция вернулась к своему долгосрочному равновесному уровню. Полагая, что уравнение с ЭШДМ наилучшим образом описывает краткосрочную динамику инфляции в России, этот вывод позволяет говорить о высокой устойчивости инфляционных шоков.

Г. Выводы

36. В России, как и в нескольких других странах с переходной экономикой, в последнее время отмечался быстрый рост внутренней денежной массы, которому не сопутствовало какое-либо повышение инфляции. В настоящей главе показано при помощи использования оценки объема наличной иностранной валюты вне банковской системы, что эта кажущаяся загадка частично может объясняться дедолларизацией, то есть переломом в замещении валюты. В более общем плане наши результаты показывают, что в странах с долларизованной экономикой нельзя получить правильного представления о динамике инфляции, не принимая во внимание объем наличной иностранной валюты в обращении.

37. Сначала в работе проведена оценка долгосрочного уравнения инфляции с использованием надбавочной модели, в которой инфляция представляет собой средневзвешенное повышение удельных издержек производства. Было обнаружено, что в долгосрочной перспективе инфляция приблизительно на

³² Данный результат сходен с результатом, полученным в работе Nikolić (2000), в которой обнаружено, что в России более широкие денежные агрегаты в целом более тесно связаны с инфляцией, чем более узкие агрегаты. Но самый широкий денежный агрегат, использованный в указанной работе, — это широкая денежная масса, включающая валютные счета, но не оценку объема наличной иностранной валюты. Эти результаты также аналогичны полученным в работе Kuijs (2002), где также выявлено отсутствие прямого воздействия избыточной денежной массы на краткосрочную инфляцию в Словацкой Республике, из чего сделан вывод о том, что денежно-кредитная политика должна воздействовать на инфляцию через факторы, непосредственно определяющие уровень цен.

50 процентов зависит от номинального эффективного обесценения, на 40 процентов — от удельных издержек на рабочую силу и на 10 процентов — от цен на коммунальные услуги. Было также проверено условие о том, что сумма предельных эффектов повышения издержек производства равна единице, и результаты этой проверки не позволили отвергнуть гипотезу о том, что уравнение инфляции является линейно однородным, как и предполагалось в теории. Значительная степень воздействия обесценения на инфляцию указывает на то, что дальнейшее номинальное повышение курса рубля может способствовать снижению инфляции.

38. **Затем была произведена оценка ряда уравнений долгосрочного спроса на деньги в России с использованием пяти разных денежных агрегатов — от наличных рублей в обращении до эффективной широкой денежной массы, — где последний включает как валютные счета, так и расчетный объем наличной иностранной валюты в обращении.** Мы установили, что все показатели спроса на деньги, не включающие наличную иностранную валюту в обращении, находятся в сильной обратной зависимости от темпов номинального обесценения, а это означает, что иностранная валюта была важным заменителем внутренних денежных инструментов. По результатам оценки, полуэластичность спроса на широкую рублевую денежную массу по долгосрочному обесценению оказалась равной 0,4, то есть приблизительно 5,5 процентного пункта увеличения долгосрочного равновесного спроса на деньги на 30,5 процента обусловлено повышением обменного курса, наблюдавшимся в 2003 году. Кроме того, было обнаружено, что функция спроса на деньги при использовании показателя эффективной широкой денежной массы, включающей наличную иностранную валюту в обращении, является, с большим отрывом, самой стабильной, и что спрос на деньги может показаться нестабильным, если не принимать во внимание наличную иностранную валюту.

39. **И наконец, была проведена оценка модели коррекции равновесия для инфляции, с тем чтобы определить, какое воздействие на краткосрочную динамику инфляции оказывают отклонения от уравнений долгосрочной инфляции и долгосрочного спроса на деньги.** Было установлено, что корректировка инфляции с ее возвращением к долгосрочному равновесию происходит медленно и занимает от 6 до 12 месяцев. Полученные результаты показывают отсутствие существенной реакции инфляции на избыточное предложение денежных агрегатов, не включающих наличную иностранную валюту, но при этом заметна ее существенная реакция на избыточное предложение денег, представленных эффективной широкой денежной массой. В частности, согласно полученной оценке, каждый процент, на который предложение денег, составляющих эффективную широкую денежную массу, превышает спрос на этот же денежный агрегат, ведет к повышению темпов инфляции на 3,7 процента.

40. **Наши результаты следует толковать с определенной осторожностью, поскольку они полностью зависят от точности данных и правильно выбранного эконометрического метода.** Во-первых, нашей оценке иностранной валюты в обращении присуща значительная неопределенность и она должна быть дополнительно сопоставлена с другими оценками (Приложение I). Во-вторых, обнаруженное нами ощутимое воздействие эффективной широкой денежной массы на инфляцию частично объясняется влиянием переоценки (Приложение II). В-третьих, могут возникнуть трудности с отнесением наших расчетных коинтеграционных векторов к действительно «долгосрочным», ввиду относительно коротких временных рядов и структурного пробела вокруг августа 1998 года, который, возможно, не полностью учтен условными переменными кризиса.

41. **Наши оценки уравнений инфляции и спроса на деньги можно усовершенствовать.** Например, возможно, что наши оценки затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции придется откорректировать на заработную плату в неформальном секторе; можно провести проверку на причинность по Гренджеру или слабую экзогенность, чтобы проверить направление причинности между заработной платой и ценами; также можно избежать возможной коллинеарности между ИПЦ и инфляцией цен на услуги при помощи использования альтернативных показателей инфляции (например, базовой инфляции или инфляции товаров) и других показателей стоимости коммунальных услуг (например, тарифов электроснабжения). К возможным методам совершенствования функций спроса на деньги относится расширение моделирования ожиданий обменного курса, например, путем включения повышательной переменной для учета гистерезиса (см. Oomes, 2003) и показателей финансового новаторства и доверия к банковской системе в число детерминант спроса на деньги.

42. **Есть и несколько других предложений для дальнейших исследований.** Наряду с другими было бы полезно произвести углубленную оценку отдельных функций спроса по каждому из четырех компонентов эффективной широкой денежной массы (рублям, иностранной валюте, рублевым депозитам и валютным депозитам) и

изучить факторы, оказывающие решающее влияние на переключение с одного компонента на другой, отдельно принимая во внимание относительную доходность каждого компонента. Кроме того, модель можно расширить при помощи оценки дополнительных долгосрочных взаимозависимостей между процентными ставками и обменными курсами (в которой, в идеальном варианте, все долгосрочные взаимозависимости следовало бы оценивать одновременно в модели VAR). И в заключение, полезность модели следует проверить, подготовив прогнозы вне выборки.

43. **С учетом этих оговорок мы сделали вывод, согласно которому оценки объема иностранной валюты способствуют углублению понимания связи между ростом денежной массы и инфляцией.** Быстрый рост внутренней денежной массы, который с недавних пор наблюдается в России, как и во многих других странах с переходной экономикой, необязательно вызывает инфляцию, если он является отражением дедолларизации и общей монетизации экономики. С другой стороны, сокращение внутренней денежной массы необязательно снизит инфляцию, если происходит замещение валюты.

Рисунок 9. Рекурсивные оценки долгосрочных коэффициентов для инфляции
(включая 95-процентные доверительные интервалы)

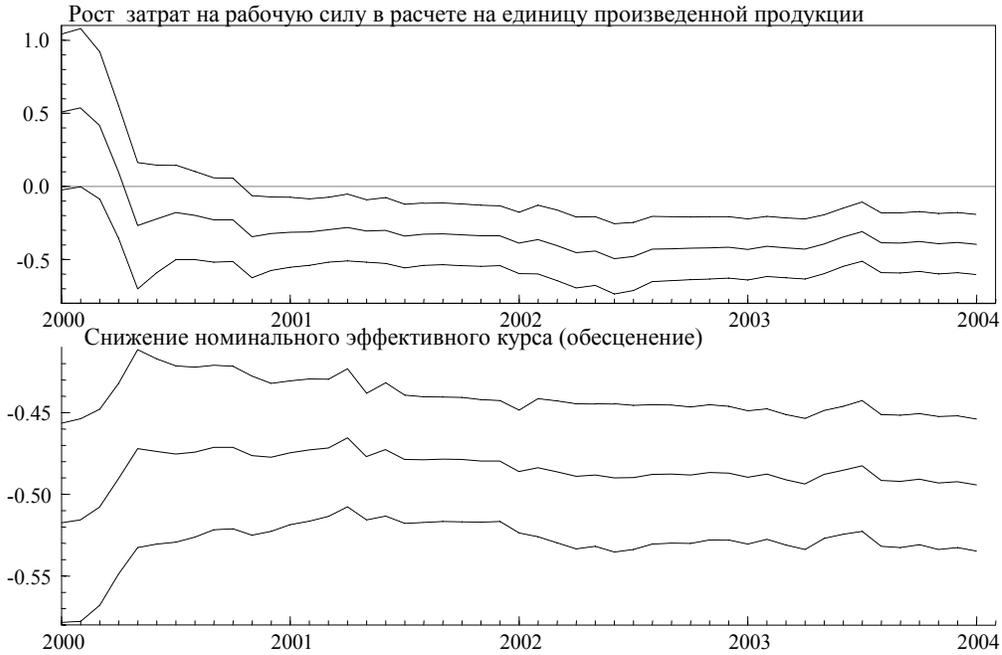


Рисунок 10. Рекурсивные оценки долгосрочного спроса на наличные рубли в обращении
(включая 95-процентные доверительные интервалы)

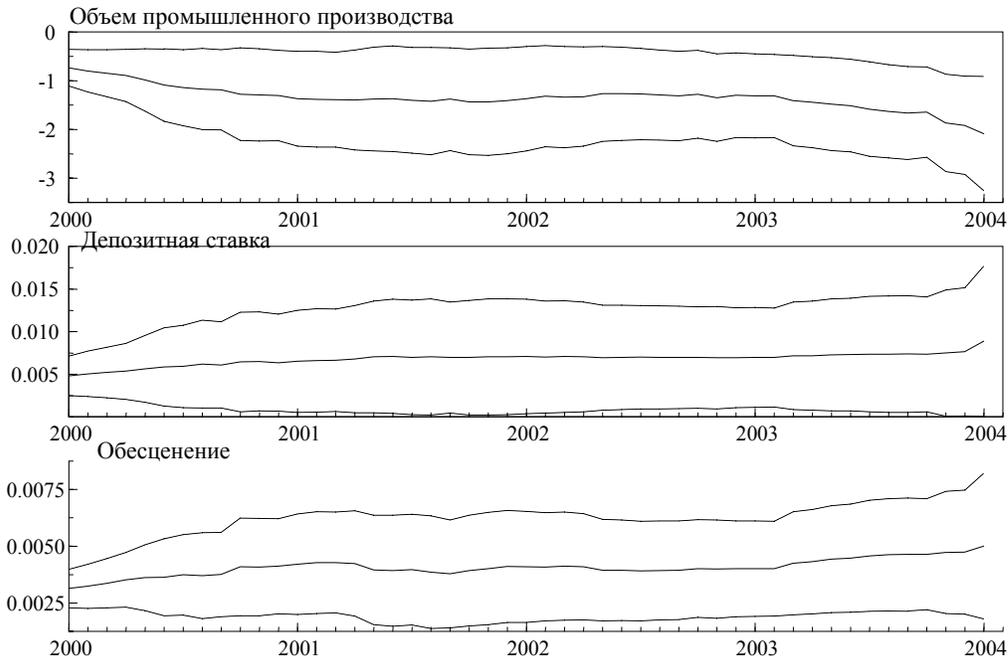


Рисунок 11. Рекурсивные оценки долгосрочного спроса на узкую рублевую денежную массу (включая 95-процентные доверительные интервалы)

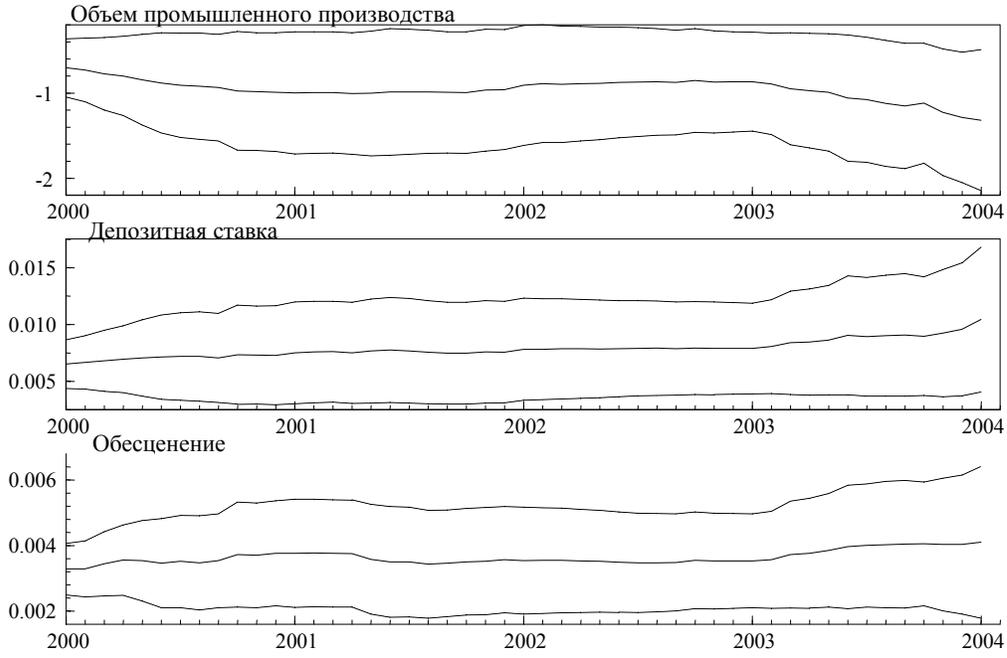


Рисунок 12. Рекурсивные оценки долгосрочного спроса на широкую рублевую денежную массу (включая 95-процентные доверительные интервалы)

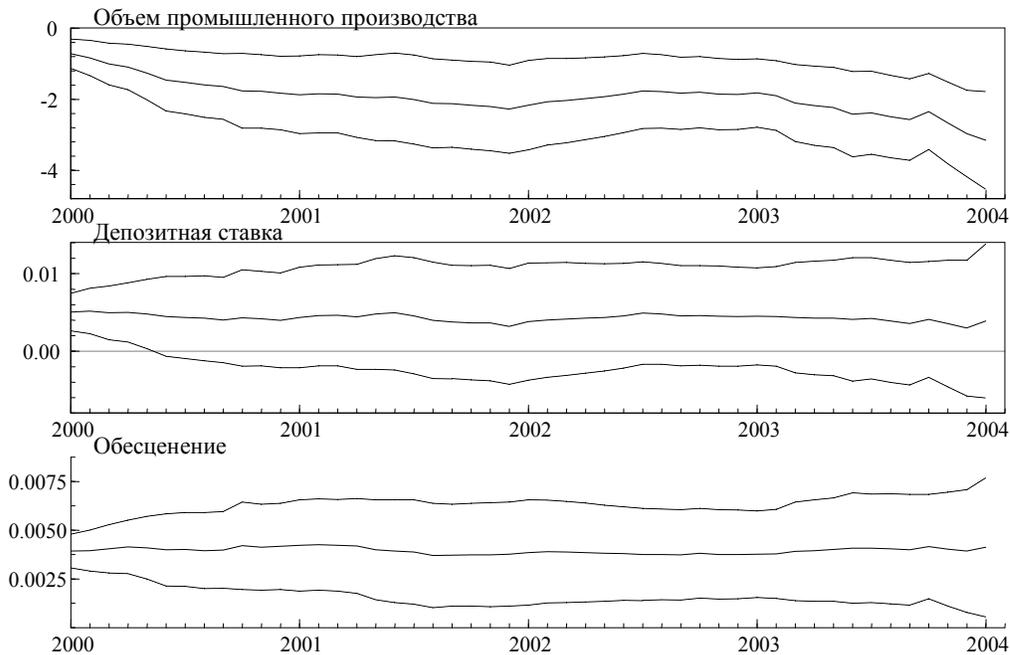


Рисунок 13. Рекурсивные оценки долгосрочного спроса на узкую рублевую денежную массу (включая 95-процентные доверительные интервалы)

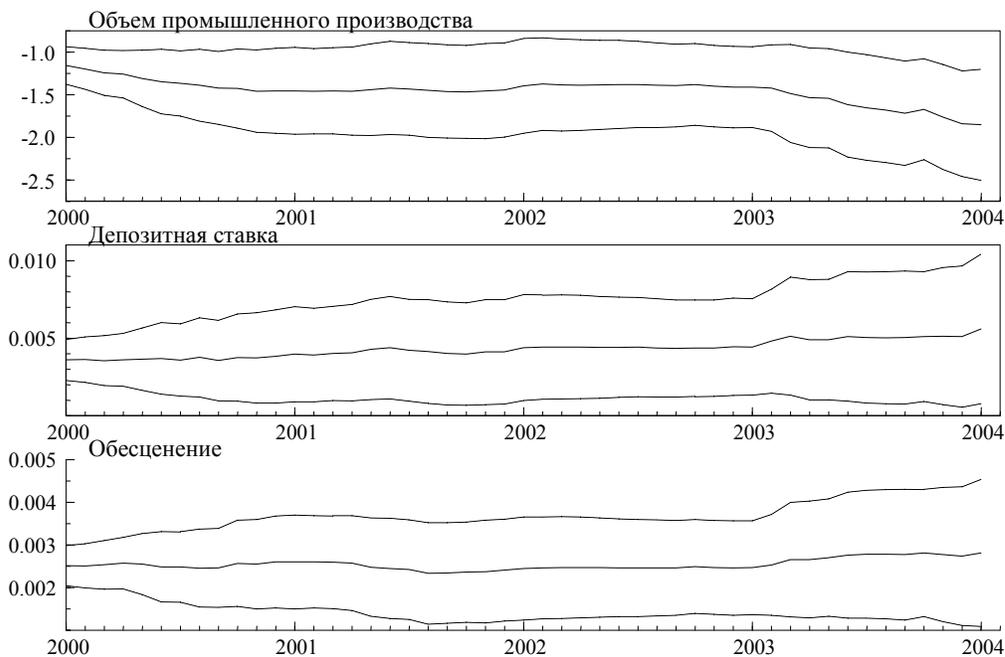
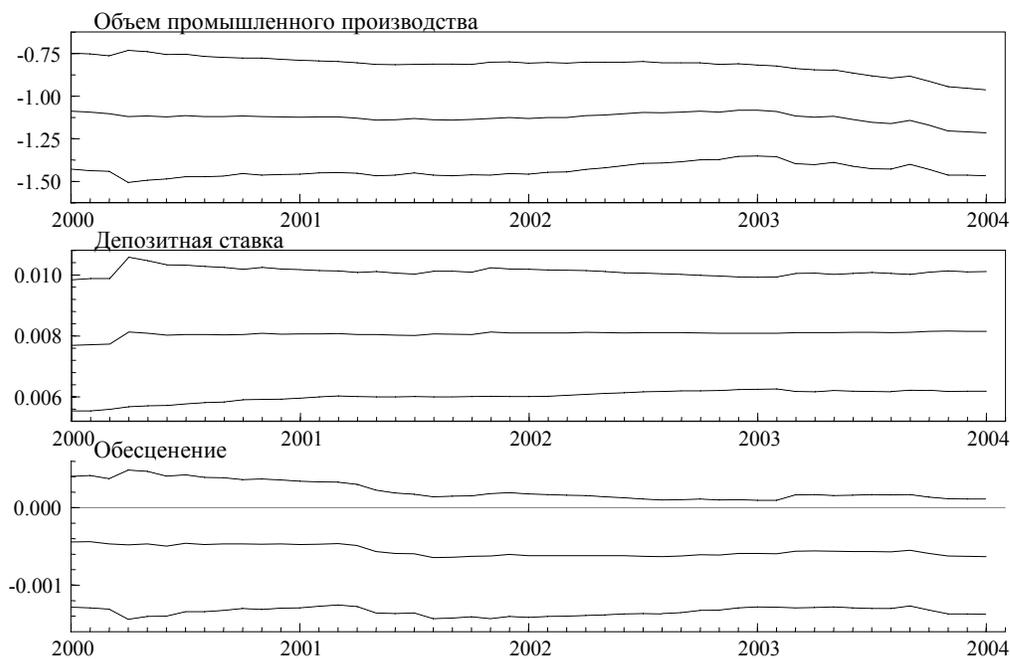


Рисунок 14. Рекурсивные оценки долгосрочного спроса на широкую рублевую денежную массу (включая 95-процентные доверительные интервалы)



Оценка количества иностранной валюты в обращении в России

- 1. Используемые в работе оценки количества иностранной валюты в обращении основаны на оценках Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ) для чистых продаж иностранной валюты обменными пунктами уполномоченных банков и чистого снятия наличных средств с валютных счетов³³.** Бюро экономического анализа (БЭА) внесло в эти оценки дополнительные поправки для учета оттока иностранной валюты, связанного с поездками и челночной торговлей. Оценки последней публиковались до 1999 года ЦБ РФ, а теперь основаны на официальных данных платежного баланса (ПБ)³⁴.
- 2. В силу ограничений, продиктованных данными, для получения оценки иностранной валюты в обращении необходимо принять несколько допущений.** Во-первых, данные ЦБ РФ и платежного баланса дают только оценку изменений в авуарах в иностранной валюте, представляющую собой оценку потоков, которую необходимо соединить с предполагаемой величиной начальных запасов, чтобы получить требуемую оценку запасов. БЭА исходит из предпосылки, которую мы принимаем, относительно начальных запасов, согласно которой авуары в иностранной валюте до 1992 года были равны нулю³⁵. Во-вторых, из-за отсутствия месячных данных ЦБ РФ и платежного баланса за годы до 1996-го, оценки этих предыдущих лет основаны на ряде специальных предпосылок. В частности, предполагается, что месячные оценки чистых продаж иностранной валюты до 1996 года равнялись 1/12 их годовых оценок, а оценки импорта в рамках челночной торговли до 1996 года основаны на разности между новыми и старыми данными по импорту, опубликованными Госкомстатом, где новые данные по импорту представляют собой пересмотренные данные для учета незарегистрированного импорта. Наконец, оценки расходов туристов основаны на предположении о том, что в 1991 году они были пренебрежимо малы, а затем росли неизменными темпами до 1994 года, за который имеются первые данные платежного баланса.
- 3. Сравнение используемой нами оценки БЭА с другими оценками указывает на то, что цифры БЭА, возможно, занижают запасы иностранной валюты.** Альтернативный временной ряд, отражающий объем наличной иностранной валюты в России, может быть получен из данных о чистых потоках долларов США из США в Россию, основанных на собираемой таможенной службой США информации, представляемой в докладах о наличных деньгах и денежных инструментах (СМИР —

³³ Эти данные опубликованы в Бюллетене банковской статистики ЦБ РФ, таблицы 3.2.7. и 3.2.8.

³⁴ Челночная торговля оценивается по категории платежного баланса «другие поправки для импорта», а расходы туристов — по категории «туристические услуги» в платежном балансе.

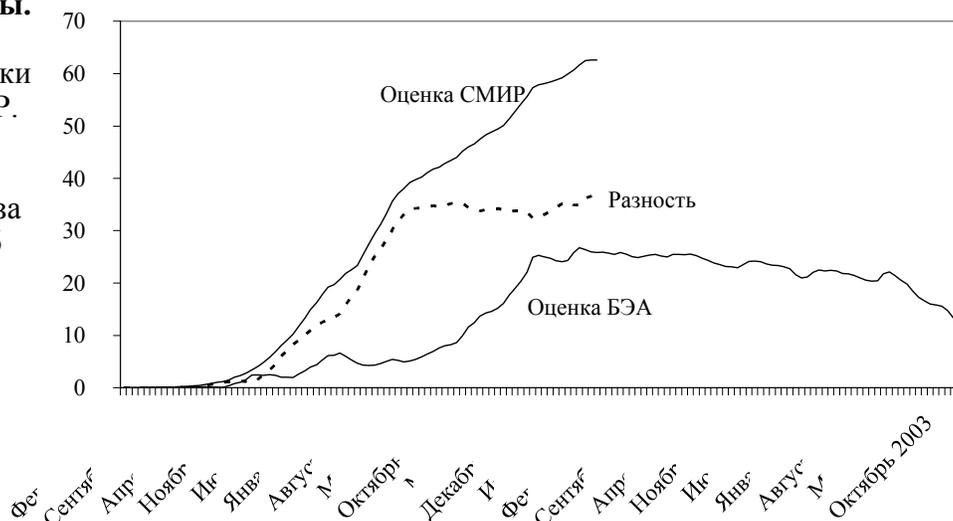
³⁵ Хотя мы признаем, что иностранная валюта находилась в обращении до этого периода, например, в результате репатриации зарубежных заработков, эти суммы, вероятно, были относительно весьма незначительными и, потому, сочтены пренебрежимо малыми.

Currency and Monetary Instrument Reports). Названные оценки подробно описаны в работе Oomes (2003), но они имеются только за период до ноября 1998 года, когда объем долларов США в России оценивался в 63 миллиарда долларов. Еще одна альтернативная точечная оценка может быть получена из обследования, проведенного Римашевской (Rimashevskaya, 1998) и финансировавшегося ЦБ РФ, в котором был сделан вывод о том, что в октябре 1996 года объем иностранной валюты в России составлял 56 миллиардов долларов. Оценка по СМИР за этот период дает 43 миллиарда долларов, в то время как оценка ЦБ РФ составляет всего 8 миллиардов долларов. Однако недостатком данного обследования является то, что наибольшая часть всего объема наличной иностранной валюты приходилась на долю наиболее состоятельных двух процентов населения страны, которые не включались в обследование, а были опрошены отдельно. В более недавнем обследовании, проведенном American Express, объем наличной иностранной валюты в России на конец 2002 года оценен в 13,5 миллиарда долларов, в то время как по оценкам ЦБ РФ он составил за тот же период 39 миллиардов долларов³⁶.

4. В то время как в отношении запасов иностранной валюты существует значительная неопределенность, ее меньше в отношении потоков иностранной валюты.

На рисунке 7 представлены и оценки БЭА, и оценки СМИР. Этот рисунок демонстрирует интересный факт — за период с апреля 1996 года (начало нашего периода выборки) по ноябрь 1998 года (последнее наблюдение в данных СМИР) разность между названными двумя

Рисунок 7. Оценки запасов иностранной валюты в России (в млрд долларов США)



оценками является почти постоянной и составляет приблизительно 35 миллиардов долларов. После добавления этой величины к нашей оценке БЭА и новой оценки наших регрессии, результаты значительно не изменились.

³⁶ Это обследование описано в работе Semenov (2003). Недостаток обследования, проведенного American Express, заключается в том, что использовались средние данные по семьям, а не по физическим лицам. По оценкам Сергея Николаенко из Бюро экономического анализа, если принимать во внимание физических лиц, то оценка исследования American Express повысится до 18 миллиардов долларов.

Вклад эффектов переоценки в рост эффективной широкой денежной массы

1. **Изменения эффективной широкой денежной массы (ЭШДМ) частично являются результатом эффектов переоценки, возникающих вследствие колебаний обменного курса.** Например, рублевая цена долларовых инструментов (наличных долларов и долларов на валютных счетах) автоматически повысилась после кризиса 1998 года, когда курс рубля снизился относительно доллара США, и автоматически уменьшилась в 2003 году, когда курс рубля относительно доллара США повысился. Чтобы оценить значимость этого эффекта переоценки, сначала отметим, что

$$EBM_t = RBM_t + E_t(FCD_t^{\$} + FCC_t^{\$}),$$

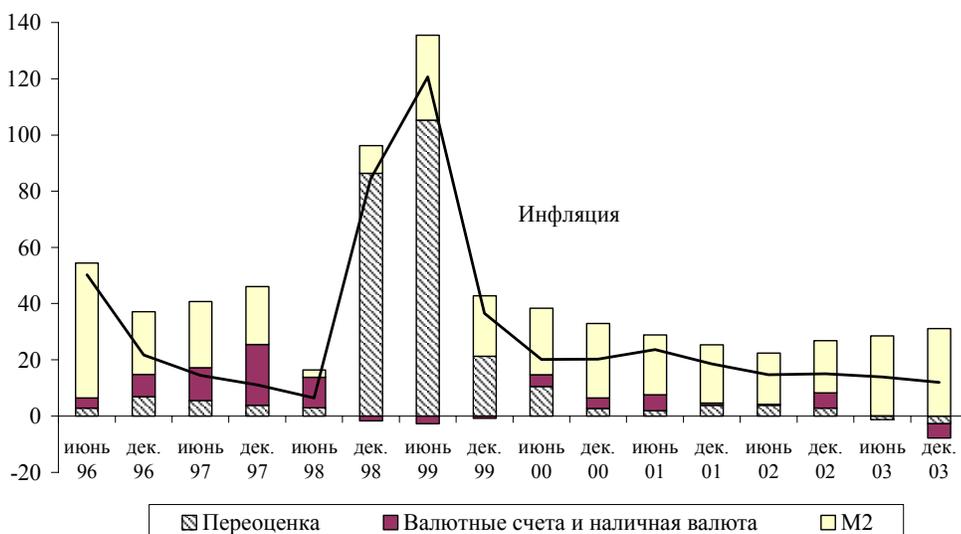
где RBM означает широкую рублевую денежную массу, E_t — обменный курс рубля к доллару, а $FCD_t^{\$}$ и $FCC_t^{\$}$ представляют, соответственно, выраженную в долларах США стоимость валютных депозитов и наличной иностранной валюты в обращении. Затем можно разложить изменения в EBM следующим образом:

$$\begin{aligned} EBM_t - EBM_{t-1} &= (RBM_t - RBM_{t-1}) + E_t(FCD_t^{\$} + FCC_t^{\$}) - E_{t-1}(FCD_{t-1}^{\$} + FCC_{t-1}^{\$}) \\ &= (RBM_t - RBM_{t-1}) + (E_t - E_{t-1})(FCD_t^{\$} + FCC_t^{\$}) + E_{t-1}((FCD_t^{\$} + FCC_t^{\$}) - (FCD_{t-1}^{\$} + FCC_{t-1}^{\$})) \end{aligned}$$

Первый член представляет собой вклад роста широкой рублевой денежной массы, второй — вклад изменений в обменных курсах (то есть эффект переоценки), а третий член представляет вклад изменений в объеме валютных инструментов (то есть эффект объема).

2. **При применении приведенной ниже раскладки выяснилось, что эффекты переоценки играли доминирующую роль в год, последовавший за кризисом августа 1998 года, но не имели столь большого значения в другие периоды.** Как видно из рисунка 8, корреляция между темпами роста эффективной широкой

Рисунок 8. Инфляция и вклад различных факторов в рост эффективной широкой денежной массы (изменение за 12 месяцев в процентах от эффективной широкой денежной массы на начало периода)



денежной массы и инфляцией в четырех кварталах, следовавших за кризисом 1998 года, в значительной степени определялась эффектом переоценки — снижением курса рубля в четыре раза, — вследствие которого произошло существенное повышение стоимости имеющейся в стране наличной иностранной валюты. При этом до и после кризиса эффект объема часто оказывался более значительным, чем эффект переоценки, но оба эти эффекта, как правило, были слабее, чем доминирующее влияние изменений широкой рублевой денежной массы. В течение 2003 года повышение номинального курса рубля к доллару США способствовало уменьшению валютных депозитов и объема наличной иностранной валюты и потому оказывало сдерживающее влияние на рост эффективной широкой денежной массы.

3. **Несмотря на важность эффектов переоценки, существует две причины, по которым надлежащим показателем при рассмотрении воздействия избыточных денег на инфляцию может быть ЭШДМ на базе фактических, а не постоянных обменных курсов.** Во-первых, даже когда эффективная широкая денежная масса увеличивается исключительно вследствие неожиданного падения курса рубля, этот эффект переоценки в краткосрочном плане проявляется в форме избыточного предложения денег, если он не компенсируется повышением спроса на деньги (и, таким же образом, неожиданное повышение курса национальной валюты предполагает образование избыточного спроса на деньги, который может вести к снижению инфляции). Если не принимается во внимание наличная иностранная валюта в стране, то это воздействие обесценения национальной валюты на инфляцию недооценивается. Во-вторых, этот краткосрочный эффект переоценки может стать более долгосрочным эффектом объема. В самом деле, существуют свидетельства «зависающей долларизации» в России (Oomes, 2003), указывающей на то, что увеличение объема валютных инструментов вследствие обесценения рубля обычно впоследствии не компенсируется их обратной динамикой. Например, в то время как повышение стоимости валютных инструментов (наличной валюты и средств на валютных счетах) после кризиса августа 1998 года первоначально было вызвано эффектом переоценки, тот факт, что за этим «непреднамеренным» увеличением не последовало обратной динамики, фактически указывает на его превращение в «намеренное» увеличение запасов валютных инструментов, например, вследствие инфляции, ожидаемого дальнейшего обесценения рубля или внешних системных эффектов³⁷.

³⁷ Можно предположить, что прямой результат скачка в темпах обесценения рубля за 12 месяцев с 7 процентов в июне 1998 года до 238 процентов в декабре 1998 года отражал повышение импортных цен (на импорт приходилось приблизительно 1/3 потребительской корзины). Скачок инфляции за 12 месяцев с 6 процентов в июне 1998 года до 84 процентов в декабре 1998 года в целом соответствует предположению о том, что одна треть обесценения рубля перешла на инфляцию через цены на импорт. Если денежные авуары после обесценения превышали равновесный спрос на деньги и не нейтрализовались ростом потребления, то инфляционное давление, помимо прямого воздействия через импортные цены, скорее всего, было бы более значительным.

Тесты на единичный корень

Όαñoò ì áðáì áí í ù ò ðááðáññè è í à ááèí è=í ù é êí ðáí ù, àí ðáëü 1996 áí àà – ýí ááðü 2004 áí àà

	Τεστ Δίκι-Φυλλερά (βέζ ζαπαζύβαύοιζ ράζνóτει)	Ραζιρέννι τεστ Δίκι-Φυλλερά (3 ζαπαζύβαύοιζ ράζνóτει)	
	t-ζταζιζτίκα	rho	t-ζταζιζτίκα
log(RCC)-p	0,143	1,0136	0,4937
log(RNM)-p	0,11	1,0018	0,07328
log(RBM)-p	0,9482	1,0087	0,4288
log(BM)-p	1,321	1,0098	0,6826
log(EBM)-p	-1,602	0,97618	-1,895
ip	-1,52	0,98302	-0,4126
Δε	-1,313	0,92813	-2,473
Δneer	-1,579	0,9144	-2,681
Δp	-1,796	0,92768	-2,833
IRDEP	-2,069	0,94567	-2,134
Δulc_ind	-3,018*	0,85755	-3,205*
Δp_ut	-8,407**	0,95903	-2,791
Δlog(RCC)Δp	-11,66**	0,10195	-4,047**
Δlog(RNM)Δp	-10,18**	0,1474	-3,931**
Δlog(RBM)Δp	-8,384**	0,3826	-3,349*
Δlog(BM)Δp	-8,675**	0,39316	-3,380*
Δlog(EBM)Δp	-11,83**	-0,11021	-4,320**
ΔΔε	-7,401**	0,44339	-3,572**
ΔΔp	-6,661**	0,58823	-3,163*
ΔΔneer	-7,496**	0,41973	-3,559**
ΔIRDEP	-11,41**	0,093988	-4,938**
ΔΔulc_ind	-12,83**	-0,51056	-5,154**
ΔΔp_ut	-4,942**	0,76544	-3,903**

1/ Δάζóεüòáòü ðáñò è ðáí í ù ò óáñóí á Áε èè-Óóεεáðá ñ èñí í εüçí ááí εáí í áí í áí èèè ááóð εááí á í εάçáεèñü èí èè=áñóááí í í áεèèè è è ðáçóεüòáòáí áεý óðáð εááí á è í í óí ó çáñü í á í ðááñóááεáí ù.
 Êðèèè=áñèèá çí à=áí èý ðááí ù -2,89 í à í ýðèí ðí óáí óí íí óðí áí á è -3,5 í à í áí í í ðí óáí óí íí óðí áí á. ** (*) í áí çí à=ááò í óááðæáí èá í óεááí é áεí í óáçü í ááèí è=í íí êí ðí á í á í áí í í ðí óáí óí íí (í ýðèí ðí óáí óí íí) óðí áí á.

Тесты на коинтеграцию

Тесты долгосрочной инфляции и спроса на деньги на коинтеграцию, апрель 1996 года –апрель 2004 года

<u>Инфляция</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	74,39	[0,004]**	35,86	[0,013]*	64,90	[0,039]*	31,28	[0,060]
r = 1	38,54	[0,128]	26,83	[0,033]*	33,62	[0,311]	23,41	[0,101]
r = 2	11,70	[0,829]	11,70	[0,456]	10,21	[0,909]	10,21	[0,605]
r = 3	0,00	[1,000]	0,00	[1,000]	0,00	[1,000]	0,00	[1,000]

<u>Эффективная широкая денежная масса</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	61,39	[0,001]**	44,73	[0,000]**	53,55	[0,012]*	39,02	[0,001]**
r = 1	16,66	[0,672]	10,67	[0,687]	14,54	[0,811]	9,31	[0,805]
r = 2	5,99	[0,700]	5,48	[0,683]	5,23	[0,784]	4,78	[0,768]
r = 3	0,51	[0,475]	0,51	[0,475]	0,44	[0,505]	0,44	[0,505]

<u>Эффективная широкая денежная масса при фиксированном учетном обменном курсе</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	62,67	[0,001]**	33,93	[0,005]**	54,67	[0,009]**	29,60	[0,024]*
r = 1	28,74	[0,067]	23,00	[0,025]*	25,07	[0,164]	20,06	[0,069]
r = 2	5,74	[0,728]	5,64	[0,663]	5,01	[0,806]	4,92	[0,751]
r = 3	0,10	[0,757]	0,10	[0,757]	0,08	[0,773]	0,08	[0,773]

<u>Широкая денежная масса</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	49,64	[0,032]*	31,47	[0,012]*	43,30	[0,125]	27,45	[0,049]*
r = 1	18,18	[0,563]	14,37	[0,349]	15,86	[0,728]	12,53	[0,510]
r = 2	3,81	[0,911]	3,51	[0,898]	3,32	[0,943]	3,06	[0,932]
r = 3	0,30	[0,584]	0,30	[0,584]	0,26	[0,609]	0,26	[0,609]

<u>Рублевая широкая денежная масса</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	53,37	[0,013]*	33,25	[0,006]**	46,56	[0,064]	29,00	[0,029]*
r = 1	20,12	[0,425]	17,48	[0,155]	17,55	[0,608]	15,25	[0,283]
r = 2	2,64	[0,974]	2,33	[0,972]	2,30	[0,984]	2,04	[0,983]
r = 3	0,31	[0,579]	0,31	[0,579]	0,27	[0,605]	0,27	[0,605]

<u>Рублевая узкая денежная масса</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	41,05	[0,188]	29,51	[0,025]*	35,81	[0,411]	25,74	[0,083]
r = 1	11,54	[0,942]	8,86	[0,839]	10,07	[0,975]	7,73	[0,910]
r = 2	2,67	[0,973]	1,91	[0,986]	2,33	[0,983]	1,67	[0,992]
r = 3	0,76	[0,382]	0,76	[0,382]	0,67	[0,414]	0,67	[0,414]

<u>Рубли в обращении</u>								
rank	λ_{trace}	prob	λ'_{trace}	prob	λ_{max}	prob	λ'_{max}	prob
r=0	46,43	[0,066]	32,92	[0,007]**	40,51	[0,207]	28,72	[0,032]*
r = 1	13,51	[0,866]	9,24	[0,811]	11,78	[0,935]	8,06	[0,892]
r = 2	4,27	[0,875]	2,68	[0,955]	3,73	[0,917]	2,34	[0,972]
r = 3	1,59	[0,208]	1,59	[0,208]	1,38	[0,239]	1,38	[0,239]

1/ Статистика λ_{trace} и λ_{max} - статистика остаточного и максимального собственного значения Йогансена. Статистика λ'_{trace} и λ'_{max} включает коррекции на степени свободы. Нулевые гипотезы означают, что ранг коинтеграции r равняется нулю (коинтеграции нет) или меньше или равен единице (не более одного коинтеграционного вектора), и т.д. ** (*) означает значимость на уровне 1 (5) процента.

Выборочная проверка результатов на устойчивость

Тесты на устойчивость для оцененного долгосрочного коинтеграционного уравнения инфляции 1/

		Рост затрат на раб.силу на ед. прод.	Номинальное эффект.обес- ценение	Рост цен ком. услуг	Другие вкл. перем.	Сумма коэффиц.
I. Базовая регрессия, исп. выборку с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами						
С огранич.	Коэффициент 2/	0,397 **	0,494 **	0,109 2/	...	1,000
	Стандартное отклон.	0,103	0,02	...	...
LR тест ограничений: $\chi^2(1) = 3,0548$ [0,0805]						
II. Выборка с 1996:4 по 2004:1 с двумя лагами						
С огранич.	Коэффициент 2/	0,148*	0,481 **	0,371 2/	...	1,000
	Стандартное отклон.	0,077	0,016	...	...
LR тест ограничений: $\chi^2(1) = 4,4173$ [0,0356]						
III. Используя рост зарплаты в промышленности вместо роста затрат на раб. силу на ед. прод. в пром., выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами						
С огранич.	Коэффициент 2/	0,464 **	0,490 **	0,046 2/	...	1,000
	Стандартное отклон.	0,079	0,017	...	...
LR тест ограничений: $\chi^2(1) = 6,7472$ [0,0094]						
IV. Используя рост зарплаты в промышленности вместо роста затрат на раб.силу на ед. прод. в пром., выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами						
Без огранич.	Коэффициент 2/	0,431**	0,484**	0,254 2/	...	1,169
	Стандартное отклон.	0,065	0,014	0,084	...	
V. Используя рост зарплаты в промышленности вместо роста затрат на раб. силу на ед. прод. в пром. И обесценение по отн. к долл. США вместо номинального эффект. обесценения, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами						
Без огранич.	Коэффициент 2/	0,677 **	0,502 **	-0,2	...	0,980
	Стандартное отклон.	0,118	0,026	0,155	...	

1/ Базовая VAR включает три лага и четыре условных переменных за период дезинфляции в начале 1996 года, кризис 1998 года, возврат в августе 1999 года после чрезмерной корр. обменного курса августа 1998 года и октябрь 2000 года (т.е. условные переменные за 4/96 по 7/96, 8/98 по 9/98, 8/99, 10/00).

** обозначает значимость на 1-процентном уровне. * обозначает значимость на 5-процентном уровне.

3/ Коэффициент роста цен коммунальных услуг оценен как остаточная величина.

Устойчивость оцененных уравнений долгосрочного спроса на эффективную широкую денежную массу и рублевую широкую денежную массу

	Промышл. производ.	Депозитная ставка	Обесценение	Другие включенные переменные
I. Спрос на эффективную широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2004:1 с двумя лагами				
Кoeffициент	-1,104 **	-0,008 **	0,000	
Стандартная ошибка	0,130	0,000	0,000	
LR тест ограничений: $\chi^2(1) = 0,83676$ [0,6581]				
II. Использование инфляции вместо обесценения в спросе на эффективную широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами				
Кoeffициент	-1,240 **	0,001	...	Инфляция 0,000
Стандартная ошибка	0,108	0,001	...	0,001
III. Включая обе инфляции в спрос на эффективную широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами				
Кoeffициент	0,229	-0,033 **	-0,008 **	Инфляция 0,021 **
Стандартная ошибка	0,337	0,004	0,002	0,004
IV. Включая цену на нефть Urals в спрос на эффективную широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами				
Кoeffициент	1,000	-0,009 **	0,001	Цена на нефть Urals 0,103 *
Стандартная ошибка	...	0,001	0,000	0,059
LR тест ограничений: $\chi^2(1) = 2,6566$ [0,1031]				
V. Включая ставку по 3-месячным казначейским векселям США в спрос на эффективную широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами				
Кoeffициент	1,645 **	-0,008 **	0,001	Ставка казн.век.США 0,027 **
Стандартная ошибка	0,202	0,001	0,000	0,011
VI. Включая бартер в спрос на эффективную широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами				
Кoeffициент	2,455 **	-0,006 **	0,001	Бартер 0,009 **
Стандартная ошибка	0,381	0,001	0,000	0,003
VII. Включая бартер в спрос на рублевую широкую денежную массу, выборка с 1996:4 по 2003:12 с тремя лагами				
Кoeffициент	3,931 **	-0,004 **	-0,002	Бартер 0,016 **
Стандартная ошибка	0,928	0,003	0,001	0,007
VIII. Включая бартер в спрос на рубли в обращении, выборка с 1996:4 по 2004:1 с тремя лагами				
Кoeffициент	3,781 **	-0,005 **	-0,001	Бартер 0,016 **
Стандартная ошибка	0,919	0,003	0,001	0,007

1/ В VAR входят три лага, константа, сезонные условные переменные и условные переменные за сентябрь 1998 года и за сентябрь 1999 года.

2/ ** означает значимость на уровне 1 процента и * означает значимость на уровне 5 процентов.

ЛИТЕРАТУРА

- Лиссоволик, Богдан, 2003 год, «Детерминанты инфляции в странах с переходной экономикой (пример Украины)», Рабочий документ МВФ № 03/126 (Вашингтон: Международный Валютный Фонд).
- Римашевская, Н.М., 1998 год, «Сбережения населения и внутренние источники экономического роста в России: результаты экспериментальных исследований», *Экономика и математические методы*, Выпуск 24, номер 3.
- Arize, Augustine C., 1994, "A Re-Examination of the Demand for Money in Small Developing Economies," *Applied Economics*, Vol. 26, стр. 217-28.
- Bahmani-Oskooee, Mohsen, and Michael P. Barry, 2000, "Stability of the demand for money in an unstable country: Russia", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 22, No. 4, стр. 619-629.
- Banerji, Angana, 2002, "Money Demand", стр. 15-37 в издании *Russian Federation: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report, No. 02/75 (Washington: International Monetary Fund).
- Bofinger, Peter, 1996, "The Economics of Orthodox Money-Based Stabilisations (OMBS): The Recent Experience of Kazakhstan, Russia and the Ukraine," *European Economic Review*, Vol. 40, стр. 663-671.
- Budina, Nina, Wojciech Maliszewski, Georges de Menil, and Geomina Turlea (2004), "Money, Inflation and Output in Romania, 1992-2000," *Journal of International Money and Finance*, (готовится к печати).
- Buch, Claudia M., 1998, "Russian Monetary Policy—Assessing the Track Record," *Economic Systems*, Vol. 22, No. 2, стр. 105-145.
- Buchs, Thierry D., 1999, "Financial Crisis in the Russian Federation. Are Russians Learning to Tango?," *Economics of Transition*, Vol. 7, No. 3, стр. 687-715.
- Celasun, Oya, and Mangal Goswami, 2002, "An Analysis of Money Demand and Inflation in the Islamic Republic of Iran," IMF Working Paper, No. 03/126 (Washington: International Monetary Fund).
- Choudhry, T., 1998, "Another Visit to the Cagan Model of Money Demand: The Latest Russian Experience," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 17, стр. 355-376.
- De Brouwer, Gordon, and Neil R. Ericsson (1998), "Modeling Inflation in Australia," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 16, No. 4, стр. 433-449.
- Desai, Padma, 2000, "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?," *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 90, No. 2, стр. 48-52.
- Duesenberry, J., 1950, "The Mechanics of Inflation," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 32, стр. 144-149.
- Esanov, Akram, Christian Merkl, and Lucio Vinhas de Souza, 2004, "A Preliminary Evaluation of Monetary Policy Rules for Russia," Kiel Working Paper (Kiel, Germany: Kiel Institute for World Economics).
- Feige, Edgar L., 2002, "Currency Substitution, Unofficial Dollarization, and Estimates of Foreign Currency Held Abroad: The Case of Croatia," в издании: Mario Blejer and

- Marko Skreb, eds., *Financial Policies in Emerging Markets* (Cambridge, MA: MIT Press).
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, (Princeton: Princeton University Press).
- IMF, 2004, "The Russian Federation: Key Monetary, Banking, and Related Issues" (Washington: International Monetary Fund, Monetary and Financial Systems Department).
- Kharas, Homi, Brian Pinto, and Sergei Ulatov, 2001, "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals," *Brookings Papers on Economic Activity* Vol. 0, No. 1, сtp. 1-50.
- Kuijs, Louis, 2002, "Monetary Policy Transmission Mechanisms and Inflation in the Slovak Republic," IMF Working Paper, No. 02/80 (Washington: International Monetary Fund).
- Maliszewski, Wojciech, 2003, "Modeling Inflation in Georgia", IMF Working Paper, No. 03/212 (Washington: International Monetary Fund).
- Miller, S., 1991, "Monetary Dynamics: An Application of Cointegration and Error-Correction Modeling," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 23, сtp. 139-154.
- Nikolić, Milan, 2000, "Money Growth-Inflation Relationship in Postcommunist Russia," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 28, сtp. 108-133.
- Oomes, Nienke, 2003, "Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia," IMF Working Paper, No. 03/96 (Washington: International Monetary Fund)
- Pesonen, Hanna, and Iikka Korhonen, 1999, "The Short and Variable Lags of Russian Monetary Policy," *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 35, No. 2, сtp. 59-72.
- Sacerdoti, E., and Y. Xiao, 2001, "Inflation Dynamics in Madagascar," IMF Working Paper, No. 01/168 (Washington: International Monetary Fund).
- Sekine, Toshitaka, 2001, "Modeling and Forecasting Inflation in Japan," IMF Working Paper, No. 01/82 (Washington: International Monetary Fund).
- Semenov, Sergey, 2003, "De-Dollarization in Russia," *Vremya*, August 7, 2003.
- Sprenkle, Case M., 1993, "The Case of the Missing Currency," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, No. 4, сtp. 175-184.
- Sriram, Subramanian S., 2001, "A Survey of Recent Empirical Money Demand Studies," *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No. 3, сtp. 334-365.
- Stavrev, Emil, 2003, "The Pass-Through from the Nominal Exchange Rate to Inflation", сtp. 17-28 in *Russian Federation: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report, No. 03/142 (Washington: International Monetary Fund).
- Taylor, M., 1991, "The Hyperinflation Model of Money Demand Revisited", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 23, сtp. 327-351.
- Williams and Adedeji, 2004, "Inflation Dynamics in the Dominican Republic," IMF Working Paper, No. 04/29 (Washington: International Monetary Fund).

III. РОССИЙСКАЯ БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА: ПОСЛЕДНИЕ СОБЫТИЯ³⁸

На деятельности банков положительно сказались хорошие макроэкономические условия, но, по мере быстрого роста их балансов, усиливаются кредитный и ликвидный риски. Несмотря на достигнутый ЦБ РФ прогресс в осуществлении рекомендаций ФСАП по укреплению надзора, не устранены значительные структурные слабости, а слабая основа санации банков не позволила энергично решать проблемы. Предпринятые недавно шаги по ужесточению надзора вызвали в начале июля некоторое смятение в банковском секторе, которое быстро успокоили немедленные действия властей. Из последовавшего затем без промедления утверждения Думой более строгих законов о банкротстве банков в конце июля можно сделать вывод об углублении понимания необходимости в ускорении банковских реформ, пока макроэкономические условия остаются благоприятными.

A. История вопроса

1. На российских банках в 2003 году по-прежнему сказывались хорошие макроэкономические условия.

Длительный период высоких темпов роста ВВП и реальных доходов в сочетании с большей экономической и политической стабильностью и в целом

надежным управлением экономикой, привел к быстрому росту депозитов. Депозиты возросли на 2 процента ВВП в 2003 году, в основном отражая рост рублевых срочных депозитов по мере того, как постепенная ревальвация рубля на протяжении большей части 2003 года способствовала перелому в замещении национальной валюты иностранной. Быстрый рост депозитов и объема внешних займов финансировал кредитный бум. В результате кредит экономике возрос на 46 процентов до величины в 22 процента от ВВП. Активы банковской системы возросли до 42 процентов ВВП³⁹.

2. Несколько показателей финансовой устойчивости улучшились благодаря быстрому развитию макроэкономики, несмотря на привнесенные быстрым ростом балансов банков некоторые риски (таблица 1). По российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) банки показали в отчетности рост прибыли и повышение

Россия. Размер банковской системы
(Конец периода, в процентах ВВП)

	2001	2002	2003
Активы банковской системы	35,3	38,3	42,2
Депозиты	17,2	19,2	21,2
в том числе: рублевые срочные депозиты	4,6	5,7	7,8
Кредит экономике	16,7	18,7	22,4
Справочные статьи:			
Активы банковской системы в Венгрии	...	...	67
Активы банковской системы в Польше	...	...	52
Активы банковской системы в Чешской Республике	...	...	93

Источники: ЦБ РФ; статистика МФС; и расчеты сотрудников МВФ.

³⁸ Подготовили: Памела Мадрид, Франциска Онсорге и Лесли Тео.

³⁹ Эти тенденции сохранялись в первые пять месяцев 2004 года, но, возможно, прервались в мае-июле после того как закрытие банка средней величины вызвало нервность на межбанковском рынке и среди вкладчиков, кульминацией чего стало массовое снятие вкладов в двух крупных частных отечественных банках (см. ниже).

качества активов⁴⁰. Капитал банков возрос на 40 процентов в результате работы Центрального банка РФ над соблюдением требований к капиталу. В течение 12 месяцев, истекших в декабре 2003 года, валютные риски уменьшались по мере сокращения банками чистых открытых валютных позиций для снижения потерь от устойчивой ревальвации рубля. Хорошие внешние условия повлияли на ссудные портфели банков. Доступ ресурсодобывающей экспортной отрасли к международным рынкам капитала способствовал диверсификации ссудных портфелей за счет отхода от промышленности и торговли. При этом сильный рост внутреннего спроса вызвал бум кредитования физических лиц и ипотечного кредитования, хотя он и начался с низкого уровня.

3. В банковской системе по-прежнему доминируют контролируемые государством банки, хотя доля Сбербанка снижается. Четыре из пяти ведущих по активам банков находятся в собственности государства⁴¹ или контролируются им. В конце 2003 года на эти банки приходилось 37 процентов активов банковской системы и кредита экономике,

50 процентов депозитов и 68 процентов вкладов домохозяйств. С усилением конкуренции со стороны других банков Сбербанк все же сдает свои главенствующие позиции в банковской системе. За 12 месяцев по май 2004 года его доля во вкладах домохозяйств снизилась на 6 процентных пунктов до 61 процента и его доля в кредите экономике — на 1½ процентных пункта до 26¼ процента. 32 банка, полностью находящихся в иностранной собственности, обычно ориентируются на обслуживание клиентов, имеющих высокие доходы, и крупных корпораций. 1 200 частных российских банков в основном невелики по размерам и фрагментированы. Капитал почти трех четвертей этих банков не достигает 5 млн евро, а одной трети — и 1 млн евро. Только 15 из них достаточно велики, чтобы располагать долей в размере 1–5 процентов активов или депозитов системы. Многие из мелких банков относятся к региональным или предоставляют специализированные услуги, в том числе обслуживая нелегальную деятельность.

Россия. Структура банковской системы, конец 2003 года
(В процентах общей суммы, если не указано иное)

	Сбербанк	Ведущие 5 банков		Ведущие 30 банков
		Ведущие 4 госбанка 1/	2/	
Активы	27	37	41	64
Кредит экономике	28	37	40	...
Депозиты	42	50	53	74
в т. ч.: депозиты домохозяйств	63	68	71	81
Справочные статьи:				
число банков	1 329			
в т. ч.: находящиеся в госсобственности	6			
полностью принадл. Иностранцам	32			

Источники: ЦБ РФ; и расчеты сотрудников МВФ.

1/ Включая Сбербанк и ВТБ, а также контролируемый гос-вом Газпромбанк (принадлежащий группе Газпром) и Банк Москвы (на 63 процента принадлежащий правительству Москвы).

2/ Кроме того, включает Альфа-банк.

⁴⁰ У российских стандартов бухгалтерского учета есть несколько слабых мест, освещенных в пункте 12.

⁴¹ В государственной собственности остаются Сбербанк, Внешторгбанк (ВТБ) и специализированные банки: ВЭБ, Российский сельскохозяйственный банк, Российский банк развития и Росэксимбанк.

Таблица 1. Россия. Показатели финансовой устойчивости 1/
(В процентах)

Показатель	1998	1999	2000	2001	2002	2003	I кв. 2004
<i>Капитал</i>							
Нормативный капитал к активам, взвешенным по риску	11,5	18,1	19,0	20,3	19,1	19,1	18,7
Нормативный капитал I-го уровня к активам, взвешенным по риску	11,8	16,4	16,5	16,7	15,8	14,5	13,8
<i>Качество активов</i>							
Необслуживаемые кредиты к общей сумме ссуд на валовой основе	17,3	13,4	7,7	6,2	5,6	5,0	5,0
<i>Суммарный объем кредитов по секторам</i>							
Распределение кредитов по секторам к общей сумме кредитов							
Промышленность	29,6	34,1	39,9	40,1	36,7	33,3	32,3
Сельское хозяйство	1,0	1,2	1,4	1,8	2,2	2,4	2,8
Строительство	7,7	7,1	5,7	4,2	4,4	4,4	4,2
Торговля и общественное питание	17,5	16,7	17,6	19,6	21,6	20,6	20,3
Транспорт и связь	3,7	4,9	4,9	4,5	4,6	5,1	5,2
Прочее	34,4	30,3	25	22,5	22,4	22,7	22,7
Физические лица	6,0	5,7	5,5	7,3	8,0	11,5	12,6
Регионы							
Россия	35,3	31,7	26	37,9	41,1	54,2	47,2
Соединенное Королевство	7,5	15,5	16,2	13,5	23,4	9,0	14,4
США	12,7	15,4	17,4	18,9	6,2	8,2	8,3
Германия	7,4	4,8	8,0	6,0	5,9	2,4	5,3
Австрия	16,9	8,1	6,7	6,4	5,7	6,8	4,3
Франция	1,2	3,3	3,4	2,7	1,5	1,6	3,2
Италия	0,8	3,4	4,4	2,4	1,6	1,0	2,8
Прочие	18,1	17,8	17,9	12,2	14,5	16,8	14,4
<i>Прибыльность</i>							
Прибыль на активы	-3,5	-0,3	0,9	2,4	2,6	2,6	...
Прибыль на акции	-28,6	-4,0	8,0	19,4	18,0	17,8	...
<i>Ликвидность</i>							
Ликвидные активы к общей сумме активов	35,3	39,1	41,3	40,8	39,1	36,1	34,3
Ликвидные активы к краткосрочным пассивам	70,0	82,4	82,9	87,4	90,6	90,4	90,9
<i>Рыночный риск</i>							
Чистая открытая валютная позиция к капиталу	...	...	42,9	22,6	18,5	8,4	7,7
<i>Прочие показатели финансовой устойчивости</i>							
Резервы на возможные потери по ссудам к к общей сумме ссуд на валовой основе	7,4	9,9	7,9	6,7	6,3	5,9	5,9
Сумма крупных предоставленных кредитов к капиталу	450,2	275,7	249,4	216,1	228,6	241,0	233,6
Процентный риск к капиталу	...	...	2,4	4,0	6,9	9,9	12,6
Чистая открытая позиция по акциям к капиталу	...	...	1,0	5,6	11,7	12,4	17,2

Источник: Центральный банк Российской Федерации.

1/ Кредитные и депозитные учреждения.

В. Риски для банковской системы

4. По некоторым признакам быстрый рост балансов банков обострил некоторые риски (таблица 1). Конкуренция все чаще ведет к снижению чистого процентного дохода банка. В 2003 году торговая прибыль, связанная с бумом цен на рынке акций и облигаций, скрывала слабость базовой нормы прибыли многих банков. Такая торговая прибыль, на которую приходилась одна треть доходов в 2003 году, вряд ли будет устойчивой. Рост капитала отставал от роста активов особенно у 30 крупнейших банков, что поощряло выход многих банков на новые рынки и ориентацию на новых клиентов.

5. Согласно стресс-тестам кредитные риски банковской системы усилились. ЦБ РФ проводит регулярные стресс-тесты 200 крупнейших банков на основе аналогичной, но несколько менее консервативной методологии, чем использованная в программе оценки финансового сектора (врезка 1)⁴². Согласно ЦБ РФ, такой шок, как кризис 1998 года, повлек бы за собой, случись он в конце 2003 года, убытки от кредитного риска в размере приблизительно 4 процентов ВВП. При неполной сопоставимости оценок, вызванной различием методологий, это превышает оценку, произведенную ФСАП на уровне 3,4 процента по данным на конец 2001 года. С применением методологии ФСАП к данным на конец 2002 года, по оценке сотрудников МВФ, убытки 38 крупнейших банков составили бы 4½ процента ВВП.

Россия. Сопоставление результатов стресс-тестов по кредитному риску 1/

	Сумма потерь (в процентах ВВП)	Охват	
		число банков	в процентах активов
ФСАП (данные на конец 2001 года)			
Вариант 1	3,4	64	75
Вариант 2	3,7	64	75
Обновл. сотрудниками МВФ для Статьи IV за 2004 год (данные на конец 2002 года)			
Вариант 2	4,4	38	70
ЦБ РФ (данные на конец 2003 года)			
Модифицированный вариант 1	4,0	200	88

Источники: ЦБ РФ; ФСАП; и расчеты сотрудников МВФ.
1/ См. во врезке 1 описание методологии Вариантов 1 и 2.

Россия. Ликвидные активы к клиентам и краткосрочному финансированию
(В процентах)

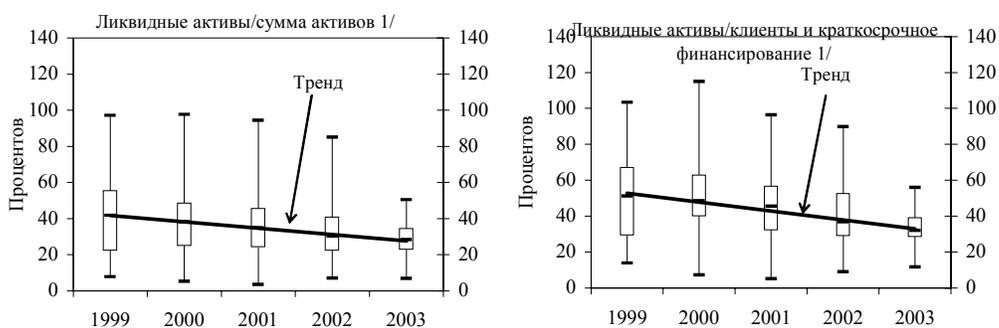
	2002	2003
В среднем 1/	42,3	33,6
В среднем по ведущим 3 банкам 2/	58,4	...
Медиана 1/	32,1	36,9
В среднем в группе равных в глобальном масштабе 3/	29,5	30,1
В среднем в группе равных в переходных экономиках 4/	23,3	22,7

Источник: Bankscope.
1/ За 2002 год на основе 38 банков и за 2003 года на основе 12 банков, по которым имелись данные, соответствующие МСФО.
2/ Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк.
3/ Выборка из 15 крупных североамериканских и европейских банков.
4/ Выборка из 22 банков в 2002 году и подмножество из 18 в 2003 году из Чешской Республики, Эстонии, Венгрии, Латвии, Литвы, Польши и Словакии.

Стресс-тест на разрыв на разрыв ликвидности до одного месяца		
	2002	2003
В процентах ВВП	-3,4	-4,2
В процентах активов банковской системы	-8,8	-9,9

⁴² Доклад ФСАП закончен в августе 2003 года на базе миссий ФСАП за апрель и сентябрь 2002 года.

6. **При финансировании кредитного бума за счет быстрого роста депозитов усилился ликвидный риск, хотя общий уровень ликвидности высок по международным стандартам.** Доля ликвидных активов в их общей сумме снизилась по мере роста ссудного портфеля, снизив степень покрытия депозитов и краткосрочного финансирования. Стресс-тесты ликвидности, основанные на агрегированных несовпадениях по срокам погашения, показывают усиление ликвидного риска при увеличении негативного несовпадения активов на один месяц или менее месяца. За сводными цифрами, однако, скрываются большие различия между банками, и ликвидные риски могут быть сосредоточены в немногочисленных банках. Обход пруденциальных коэффициентов по ликвидности также может означать занижение риска в отчетных балансах банков.



1/ Прямоугольник вокруг медианы показывает значения второго и третьего квартилей. Верхняя и нижняя черты показывают максимальное и минимальное значения.

7. **По оценкам ЦБ РФ рыночный и процентный риски в 2003 году несколько усилились.** Под влиянием бума на фондовом рынке и рынке облигаций банки увеличили свои позиции по этим активам. Тем не менее фактические риски по акциям остаются незначительными, и, по оценкам ЦБ РФ, даже самый экстремальный стресс-тест не приведет к убыткам, превышающим 5 процентов капитала. Кредитный бум также обострил процентный риск, но такой риск, вероятно, останется незначительным ввиду все еще ограниченной открытой позиции.

8. **У многих российских банков, вероятно, нет достаточных возможностей для точной калькуляции цен своих рисков и управления ими.** Ряд частных банков налаживает ведение дел в соответствии с оптимальной рыночной практикой и вложил крупные средства в системы управления рисками. Но для многих банков все еще характерны слабое корпоративное управление и методы бухгалтерского учета и аудита, не позволяющие эффективно управлять рисками.

9. **Макроэкономические риски, возникающие в банковской системе, вероятно, можно регулировать при нынешних бюджетных и внешних условиях с учетом низкого уровня монетизации экономики.** При прогнозируемом профиците федерального правительства в размере 3 процентов ВВП в 2004 году, бюджет мог бы абсорбировать потерю, вызванную значительным шоком для банковской системы,

сопоставимую с расчетными значениями стресс-тестов на уровне 4–4½ процентов ВВП, без непосредственного риска бюджетного кризиса. Международные резервы, превышающие 83 процента банковских депозитов и 57 процентов общей широкой денежной массы, можно будет использовать для защиты обменного курса от влияния массового снятия депозитов.

С. Структурные слабости банковской системы

10. **Высока степень концентрации балансов банков, хотя многие банки постарались снизить концентрацию и вышли на новые рынки.** Сумма крупных предоставленных кредитов увеличилась в 2003 году до 241 процента капитала. По оценкам Standard & Poor's, в банках с самым высоким рейтингом десять крупнейших ссуд составляют в среднем около 40 процентов общей суммы кредитов и почти 150 процентов общей суммы капитала⁴³. Как и прежде, многие крупные кредиты предоставлены аффилированным лицам и нередко сконцентрированы в одной отрасли. Согласно расчетам ФСАП, концентрация по секторам и кредитование аффилированных лиц может привести к дополнительным убыткам в случае дефолта (приблизительно 1,4 процента ВВП помимо указанных выше убытков). Концентрация ответственности также значительна, поскольку многие банки входят в промышленно-финансовые группы⁴⁴. Из 13 частных российских банков, входящих в число первых 20 банков, 12 связаны с промышленно-финансовыми группами в ресурсодобывающем секторе и еще один — с промышленно-финансовой группой сектора информационных технологий и телекоммуникаций. Тем не менее, многие банки снизили концентрацию своих балансов в 2003 году, по мере того как банковская прибыль от традиционного кредитования уменьшалась под влиянием растущего доступа корпораций к международным рынкам капитала, имеющейся в изобилии ликвидности и снижения процентного дохода. Для расширения своей базы клиентов несколько банков приступили к ипотечному кредитованию (врезка 2), кредитованию потребителей, а также малых и средних предприятий. Процентные доходы на этих рынках нередко все еще высоки, поскольку они только начинают развиваться.

11. **Широко распространен обход пруденциальных нормативов.** Кредитование через номинальные компании используется для формального соблюдения пруденциальных нормативов по крупным предоставленным кредитам и может завывать капитал. Исследование, проведенное ЦБ РФ, выявило, что 20 процентов в выборке из 638 банков завысило капитал в своей отчетности. «Треугольники» непрямого кредитования конечных заемщиков через другие банки используются для формального соблюдения лимитов на предоставление кредитов отдельным заемщикам, а также требований к ликвидности.

⁴³ Standard & Poor's, *Bank Industry Risk Analysis*: Российская Федерация, июнь 2004 года.

⁴⁴ Эти риски продемонстрировало банкротство казавшегося здоровым банка в начале 2003 года после снятия депозитов крупным акционером.

Врезка 1. Методология стресс-тестов

Стресс-тест кредитного риска

Стресс-тест кредитного риска в ФСАП проводился на основе счетов 64 банков на конец 2001 года, на которые приходилось 75 процентов активов банковской системы. В стресс-тесте использовалась финансовая отчетность на базе Международных стандартов финансовой отчетности, при их наличии, или по РСБУ с переводом на сопоставимые с МСФО счета. Команда ФСАП пользовалась двумя вариантами теста для оценки убытков при стресс-сценарии макростиля, аналогичного историческому шоку 1998 года. В одном варианте использован пик коэффициента необслуживаемых ссуд каждого банка за девять месяцев после первоначального шока августа 1998 года и предполагалось, что сильное макроэкономическое потрясение привело бы к коэффициентам необслуживаемых ссуд в каждом банке, аналогичным тем, которые были и во время кризиса 1998 года. Этот вариант стресс-теста рассмотрен в Оценке стабильности финансовых систем (ФССА) (SM/03/134). Второй вариант предполагает, что сильный макроэкономический шок приведет к коэффициентам необслуживаемых ссуд по всем банкам в размере 20 процентов (эквиваленту одного стандартного отклонения сверх наблюдаемой средней по 12 крупнейшим банкам, прошедшим аудиторскую проверку органами банковского надзора осенью 1998 года). В этом варианте использован тот же метод, которым пользовались сотрудники МВФ в миссии, проводившей консультации в соответствии со Статьей IV за 2001 год, и он полезен для сравнения эволюции прогнозирувавшихся убытков. В обоих вариантах предполагалось, что основные активы обесценятся на 30 процентов и забалансовые статьи переведены в эквиваленты ссуд и соответственно подвергнуты воздействию такого же шока, как ссуды и ценные бумаги. В первом варианте стресс-теста получены расчетные значения убытков от сильного макроэкономического шока в размере 3,4 процента ВВП, во втором убыток оценен в 3,7 процента ВВП.

Актуализированная сотрудниками МВФ оценка для консультаций по Статье IV за 2004 год была основана на счетах 38 банков по состоянию на конец 2002 года, на которые приходилось 70 процентов активов банковской системы. В ней использовалась финансовая отчетность в соответствии с МСФО и второй вариант стресс-теста ФСАП. Соответствующих данных на конец 2003 года пока нет.

Стресс-тест, проведенный ЦБ РФ, был основан на счетах на конец 2003 года 200 банков, на которые приходилось приблизительно 88 процентов активов банковской системы. В тесте использовалась финансовая отчетность 16 крупнейших банков на базе счетов МСФО и счета двух банков по РСБУ. ЦБ РФ в целом придерживался первого варианта стресс-теста ФСАП с одним важным исключением, заключающимся в отражении в учете резервов на покрытие убытков по ссудам. В стресс-тесте ФСАП предполагалось, что фактически необслуживаемые ссуды до шока составляли полностью сумму резервов на покрытие убытков по ссудам. ЦБ РФ предположил соответствие фактически необслуживаемых ссуд до шока указанным в отчетности банков и наличие резервов на покрытие убытков по ссудам для поглощения части этих убытков.

Оценки убытков зависят от качества данных и основаны на статическом «моментальном снимке». Значительное занижение необслуживаемых ссуд в не прошедших аудиторскую проверку отчетных данных, использованных при актуализации оценки персоналом МВФ, может привести к недооценке фактического кредитного риска. Кроме того, несмотря на моделирование шока при помощи средних данных по секторам во время кризиса 1998 года, предпочтительно было бы рассматривать каждый банк по отдельности, но этого не позволили ограничения данных. С учетом этих оговорок мы считаем, что оценки надлежащим образом отражают качественные тренды.

Стресс-тест ликвидности

В стресс-тесте ликвидности используется консолидированный баланс банковской системы на основе счетов РСБУ на конец 2002 года и конец 2003 года. Предполагается снятие 30 процентов общей суммы депозитов в течение одного месяца и 30-процентное снижение цены государственных ценных бумаг, которые можно будет продать для увеличения ликвидности.

Результаты стресс-теста зависят от допущений и ограничены качеством использованных данных. В частности, схемы обхода пруденциальных нормативов могут привести к недооценке риска ликвидности. С учетом этих оговорок мы считаем эту методологию приемлемой для отражения трендов в период с конца 2002 года по конец 2003 года.

12. **Слабое управление и правила бухгалтерского учета и аудита усложняют оценку ЦБ РФ деятельности банков и обеспечение соблюдения пруденциальных нормативов.** Плохое корпоративное управление и неадекватный аудит приводят к неодинаковому качеству финансовой отчетности банков. Своевременная финансовая отчетность имеется только по РСБУ, которые обычно завышают капитал и активы, а также вводят менее строгие определения собственности на капитал и операции с аффилированными лицами. Приблизительно 200 банков публикуют финансовую отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), но обычно со значительными лагами и только за год. Ввиду быстро меняющихся условий, такие лаги затрудняют своевременную и точную оценку системы.

13. **Слабое законодательство о банкротстве банков и юридические процедуры затрудняют ликвидацию банков.** Несмотря на то, что ЦБ РФ имеет полномочия на отзыв банковских лицензий, это не всегда приводит к ликвидации банка. В результате все еще не ликвидирован ряд «банков-призраков», утративших свои лицензии, но еще не ликвидированных. Судебные постановления об отсрочке нередко задерживают начало процесса ликвидации. Когда дело подается в суд, оно часто задерживается из-за загруженности судебной системы. Да и «послужной список» ликвидации, проводимой назначенным судом ликвидатором (то есть судебной ликвидации), неоднозначен: часты жалобы по поводу уровня профессионализма ликвидаторов, и, в прошлом, полюбовные заключения сделок подрывали приоритетные права вкладчиков-домохозяев, приводя к уменьшению выплат⁴⁵. В результате процесс ликвидации оказался крайне неэффективным, медленным и дорогостоящим.

14. **Все эти слабости отражаются в рейтинге российских банков, которые обычно считаются «спекулятивными» и более рискованными, чем их коллеги в странах с переходной экономикой (Приложение I).** Несмотря на обычно положительную оценку краткосрочных перспектив при улучшающихся макроэкономических условиях, рейтинги снижаются значительными структурными рисками.

⁴⁵ Поправка 2001 года к закону о банкротстве банков допускает ускоренную выплату (в начале процедуры) индивидуальным вкладчикам.

Врезка 2. Ипотечный рынок

Российский ипотечный рынок — нечто среднее между европейской и американской моделями. Любой банк (в настоящее время их приблизительно 20, в основном в Московской области) может выдавать ипотечные ссуды покупателям жилья и рефинансировать их, выпуская ценные бумаги, обеспеченные ипотеками (MBS), при условии выполнения дополнительных пруденциальных нормативов. Строгость этих дополнительных пруденциальных нормативов призвана послужить отрицательным стимулом для обычных коммерческих банков к выпуску MBS и поощрять создание специализированных «ипотечных банков». Для долгосрочного финансирования MBS могут выпускаться ипотечными или коммерческими банками непосредственно или через инструменты специального назначения, объединяющие ипотечные ссуды. Государственное ипотечное агентство, созданное в 1997 году, призвано играть аналогичную роль, объединяя и рефинансируя ипотечные ссуды, выданные ипотечными агентствами, находящимися в государственной собственности.

При быстром росте ипотечного кредитования оно все еще незначительно и часто не привлекательно как для заемщиков, так и для кредиторов. Жилищное ипотечное кредитование составляет приблизительно один процент, а кредитование строительства составляет приблизительно 4 процента ссудных портфелей банков. Небольшие размеры ипотечного рынка объясняются несколькими причинами:

- Заемщиков отпугивают высокие процентные ставки (в среднем фиксированные на уровне 10–20 процентов для типичного десятилетнего валютного кредита); необходимость декларировать заработную плату; необходимость декларировать истинную стоимость жилья, подлежащую налогообложению, при регистрации обеспечения.
- Кредиторам все еще приходится полагаться в основном на депозиты домохозяйств и капитал для долгосрочного финансирования ввиду все еще неполного законодательства, относящегося к ценным бумагам, обеспеченным ипотеками. Кроме того, региональные ипотечные агентства предоставляют кредиты, полностью гарантированные региональными органами власти, по процентным ставкам на уровне, не достигающем половины рыночной ставки. К этим агентствам также применяются значительно менее строгие пруденциальные нормативы. Кроме того, все еще не ясно законодательство об ипотеке. Закон об ипотечном кредитовании принят в 1998 году и закон о MBS принят в ноябре 2003 года, но не ясна приоритетность требований в случае конфликта между законом об ипотечном кредитовании и гражданским кодексом. Судебный процесс для изъятия обеспечения ипотечного кредита длителен и дорого обходится. Только в Москве существует достаточно комплексный и обновляемый регистр недвижимого имущества для предотвращения мошеннической продажи имущества и защиты добросовестных покупателей недвижимого имущества и финансирования таких покупок. Несмотря на эти трудности, опыт нескольких ипотечных банков все же показывал коэффициент дефолтов, очень близкий к нулю, даже во время кризиса 1998 года.
- Со стороны предложения развитие строительства нового жилья сдерживают: плохое функционирование рынков земли; непрозрачность систем выдачи разрешений на строительство; монополистические рынки местного строительства; неадекватное снабжение коммунальными услугами.

MBS вряд ли начнут широко использоваться в ближайшем будущем. Стоимость выпуска таких ценных бумаг требует большого объема ипотечных ссуд и MBS непривлекательны для большинства банков. Выпуск MBS частными ипотечными банками также затруднен строгими пруденциальными правилами, которые аналогичны правилам, применяемым к коммерческим банкам. Возможности Государственного ипотечного агентства ограничены, управление им плохо налажено и оно пока еще не разработало ликвидных MBS.

Официальные органы понимают необходимость в законодательных, надзорных и институциональных мерах для укрепления ипотечного рынка. Необходимо устранить ограничения на предложение жилья, с тем чтобы растущее ипотечное кредитование не вызвало просто повышения цен. Власти разработали для рассмотрения Думой большой пакет законодательных поправок, устраняющих многие слабости законодательства. В конце июля 2004 года Дума приняла несколько элементов пакета, в частности относящиеся к налогообложению. Законодательство с внесенными поправками должно быть поддержано судами для упрощения процесса перехода имущества в собственность залогодержателя. Кроме того, создание эффективных кредитных бюро помогло бы банкам управлять рисками и укрепить пруденциальный надзор. Вдобавок ведущие к перекосам субсидии региональных ипотечных агентств необходимо заменить более эффективными субсидиями первого взноса для домохозяйств с низкими доходами; необходима модернизация Государственного реестра права собственности на недвижимое имущество, этот реестр необходимо автоматизировать и обновить, а также устранить юридические препоны, мешающие регистрации ипотеки.

Д. Пруденциальное регулирование и надзор

15. **В июне 2004 года правительство приняло стратегию развития банковского сектора на 2004–2007 годы, призванную устранить многие слабости, указанные в ФСАП и подчеркнутые выше.** Процессы санации банков будут совершенствоваться при помощи ужесточения законодательства. Банковский надзор будет переведен на надзор на основе риска и укреплен путем расширения использования органами надзора качественного суждения, расширения надзора на консолидированной основе, ужесточения процедур аффилированного кредитования, соблюдения определения банковского капитала, а также использования более строгих деловых и этических критериев для владельцев и управляющих банков. Ключевым элементом стратегии властей для банковского сектора является введение страхования вкладов для создания одинаковых условий деятельности государственных и частных банков и обеспечения более строгого банковского надзора. Схема начнет действовать 1 января 2005 года. К апрелю 2005 года ЦБ РФ намерен завершить обзоры всех 1 140 банков, подавших заявление на вступление в схему страхования вкладов, и ежемесячно объявлять о принятых банках по мере выполнения этой работы. ФСАП предупреждала, что при таком поэтапном приеме могут возникнуть риски дестабилизирующего массового снятия вкладов из надежных по сути банков. В качестве реакции на массовое снятие вкладов из двух крупных банков частного сектора в начале июля, временное страхование вкладов было распространено на все банки (см. ниже). При этом заметно отсутствие ясной стратегии в отношении государственных банков, особенно Сбербанка, депозиты в котором все еще полностью гарантированы государством или ЦБ РФ⁴⁶. Пересмотр роли Сбербанка не планируется до тех пор, пока он не станет полноправным членом схемы страхования вкладов в 2007 году.

16. **Официальные органы уже предприняли шаги по укреплению регулирования и надзора.** Во-первых, ЦБ РФ значительно ужесточил пруденциальное регулирование для усиления прозрачности банковского капитала и собственности и устранения слабостей, выявленных в ФСАП. Во-вторых, ЦБ РФ, совместно с Министерством финансов, добивается более строгого соблюдения правил борьбы с отмыванием денег и финансированием терроризма (БОД/ПФТ). В-третьих, при вступлении в систему страхования вкладов действует правило строгих проверок по ужесточенным пруденциальным нормативам желающих в нее вступить: лицензия на принятие депозитов домохозяйств у банка, не принятого в схему страхования до конца сентября 2005 года, будет отозвана.

17. **ЦБ РФ ввел новые правила для усиления прозрачности банковского капитала и собственности в соответствии с рекомендацией ФСАП о более**

⁴⁶ В конце июля 2004 года Дума приняла поправки к закону о страховании вкладов, отменив государственные гарантии новых вкладов в Сбербанке после 1 октября 2004 года. Гарантия этих вкладов ЦБ РФ сохранится.

строгом определении капитала и ужесточении деловых и этических требований, предъявляемых к владельцам и управляющим банкам:

- В феврале 2003 года ЦБ РФ выпустил инструкции, в которых введено понятие «ненадлежащих» активов, фиктивно раздувающих капитал. Новые правила позволяют ЦБ РФ проводить аудиторские проверки и налагать санкции на банки, подозреваемые в завышении показателя капитала.
- В июле 2003 года утверждены поправки к закону о банках и банковской деятельности, ужесточившие деловые и этические критерии, которым должны соответствовать владельцы банков, в том числе коэффициенты достаточности чистых активов и ликвидности⁴⁷. Новые владельцы банков должны оцениваться на соответствие критериям, предъявляемым к владельцам банков на основе этих требований.
- С февраля 2004 года ЦБ РФ ввел более строгие требования к формированию резервов на возможные потери, приблизив их к МСФО.

18. ЦБ РФ выступил с несколькими инициативами по дальнейшему усилению прозрачности финансовой отчетности, которые также помогают решить проблемы непрозрачных структур корпоративной собственности:

- В 2003 году ЦБ РФ ужесточил надзор за операциями с офшорными банками. Новые правила запрещают операции с большинством банков в странах, отнесенных к высокой степени риска из-за их правовых режимов и положения с надлежащим управлением.
- С апреля 2004 года ЦБ РФ ввел пересмотренные пруденциальные нормативы, допустив качественное суждение сотрудниками надзора ЦБ РФ, в соответствии с одной из важнейших рекомендаций в ФСАП, и ослабив стимулы к очковтирательству. От банков требуется ежедневное соблюдение пруденциальных стандартов и дается новое определение несоблюдения как невыполнения в течение 5 операционных дней в течение любого 30-дневного периода. Ожидается, что это ограничит возможности очковтирательства в конце месяца. Забалансовые статьи должны полностью отражаться в отчетности, чтобы ослабить стимулы к схемам уклонения от оценок риска.
- ЦБ РФ также предпринял шаги к переходу на бухгалтерский учет на базе МСФО для финансовой отчетности, как рекомендовалось в ФСАП. По новым правилам банки должны, начиная с октября 2004 года, представлять отчетность по своим счетам для целей мониторинга (и с 2006 года — для целей надзора) по

⁴⁷ В прошлом единственным основанием для отказа владельцу банка были уголовные судимости.

РСБУ, переведенным в формат МСФО. С конца 2004 года банковские счета должны будут проходить аудиторскую проверку. Перехода банков полностью к бухгалтерскому учету и аудиту на основе МСФО в ближайшем будущем не ожидается ввиду ограниченных возможностей банков и аудиторской профессии. Улучшение пересмотренными стандартами бухгалтерского учета прозрачности финансовой отчетности будет зависеть от готовности банков соблюдать общие принципы, лежащие в основе бухгалтерского учета по МСФО, а также от профессионализма и независимости аудиторов.

19. **Для ускорения процедур санации банков ЦБ РФ пересмотрел правила слияний и приобретений в июле 2003 года, и Дума приняла поправки закону о банкротстве банков в июле 2004.** Сроки процедур регистрации слияний банков сокращены с шести до четырех месяцев, а приобретения банков — с шести до трех месяцев. Отменено несколько административных требований к слияниям и приобретениям. В конце июля 2004 года Дума приняла поправки к законодательству о банкротстве банков для перевода ликвидации в разряд административных процессов (то есть ликвидации агентством страхования вкладов); эти поправки могут ускорить санацию банков и получили поддержку ФСАП. Поправки также усиливают личную ответственность владельцев и управляющих банков и упрощают процедуры банкротства банков.

20. **Укрепление банковской системы будет особенно важно в свете нового валютного закона.** С середины 2005 года отечественные банки столкнутся с конкуренцией иностранных банков, когда вкладчикам будет разрешено открывать депозиты в иностранных банках. Новый валютный закон также устраняет административные препятствия для потоков капитала, такие как требования о получении разрешения, но вместо этого позволяет ЦБ РФ вводить не приносящие проценты резервные требования по потокам капитала. ЦБ РФ указал, что умеренные резервные требования по широкому диапазону форм притока и оттока капитала будут введены в августе 2004 года. Для управления резервными требованиями и мониторинга потоков капитала будет введена сложная система специальных счетов, которая может повлечь за собой значительные административные издержки.

Е. Последние события в банковском секторе

21. **Стремление устранить основные слабости долгосрочного характера недавно вызвало некоторое смятение в банковской системе.** 12 мая 2004 года ЦБ РФ отозвал лицензию у Содбизнесбанка, банка среднего размера, за нарушения законодательства по борьбе с отмыванием денег. Слухи о возможных последствиях для других банков привели к закрытию линий межбанковского кредита на все банки, кроме самых крупных, и резкому повышению межбанковских процентных ставок. В начале июня Кредиттраст, владелец которого считался и владельцем Содбизнесбанка, объявил дефолт по оплате облигаций, временно прекратил операции и избрал добровольную ликвидацию.

22. **На протяжении июня трудные условия на межбанковском рынке повлияли на мелкие и средние банки, несмотря на шаги ЦБ РФ по стимулированию ликвидности.** В середине июня ЦБ РФ снизил норму обязательных резервов по корпоративным и валютным депозитам на 2 процентных пункта до 7 процентов; расширил список обеспечения, принимаемого в качестве залога по операциям с ЦБ РФ; и снизил ставку рефинансирования на 1 процентный пункт до 13 процентов. Тем не менее четыре мелких банка прекратили операции во второй половине июня и была отозвана лицензия у одного небольшого банка за нарушение законодательства по борьбе с отмыванием денег. Кроме того, банк средней величины ограничил снятие вкладов.

23. **В начале июля слухи о проблемах в более крупных банках подорвали доверие вкладчиков и пиком их стало временное прекращение операций в одном банке и массовое снятие депозитов в другом.** 6 июля Гута-банк, 22-й по величине банк, временно прекратил операции после потери депозитов, эквивалентных одной трети своего баланса. За этим последовало массовое снятие вкладов в течение двух дней из Альфа-банка, крупнейшего частного банка, после того как в нескольких банкоматах этого банка иссякли средства. Владельцы Альфа-банка предоставили 800 млн долларов для его поддержки, и Альфа-банк ввел 10-процентный сбор за досрочное снятие вкладов, с тем чтобы остановить изъятие депозитов.

24. **Официальные органы без промедления приняли меры для успокоения вкладчиков.** ЦБ РФ выступил посредником при поглощении Гута-банка государственным Внешторгбанком (ВТБ), вторым по величине банком, финансируемом при помощи кредита ВТБ от ЦБ РФ на сумму 700 млн долларов. ЦБ РФ также вновь снизил резервные требования до 3½ процентов с 7 июля (вливание ликвидности в размере 8½ процентов от денежной базы), и 10 июля Дума приняла закон о введении временного страхования вкладов для всех банков. Охват дополнительного страхования вкладов, действующего с августа 2004 года до конца 2006 года, в целом распространяется на те же депозиты домохозяйств, что и основной закон о страховании вкладов, утвержденный в декабре 2003 года; но он финансируется и администрируется ЦБ РФ, а не агентством по страхованию вкладов. Процесс рассмотрения всех банков для вступления в основную схему страхования вкладов завершится в соответствии с прежними планами и, по мере удовлетворения банками требований, они будут переводиться в основную схему страхования вкладов. Банки, которые будут сочтены не удовлетворяющими требованиям, потеряют свои лицензии на привлечение новых индивидуальных вкладов к концу сентября 2005 года, но имеющиеся у них депозиты будут застрахованы по схеме временного страхования вкладов.

25. **Этими мерами удалось успокоить ситуацию.** К 9 июля массовое снятие вкладов из Альфа-банка замедлилось, и к 17 июля был отменен штрафной сбор за досрочное снятие вкладов. 19 июля ВТБ заплатил 1 млн рублей (приблизительно 35 000 долл.) за Гута-банк, в том числе за некоторые промышленные активы материнской группы Гута-банка, и десять дней спустя Гута-банк возобновил операции

в полном объеме. С тех пор ЦБ РФ отозвал лицензии четырех мелких банков без каких-либо последствий для межбанковских рынков или вкладчиков.

Г. Выводы

26. Ниже следуют основные выводы:

- На деятельности банков положительно сказались хорошие макроэкономические условия. Кредитный и ликвидный риски усиливаются по мере быстрого роста балансов, но остаются управляемыми ввиду низкого уровня монетизации России и прочной бюджетной и внешнеэкономической позиций.
- Несмотря на прогресс, достигнутый в реализации рекомендаций ФСАП по укреплению пруденциального регулирования и надзора, не устранены значительные структурные слабости. К ним относятся: высокая концентрация балансов; значительный, хотя и снижающийся, объем аффилированного кредитования; частый обход пруденциальных нормативов; плохое управление; слабые методы бухгалтерского учета. Главенствующее место в системе по-прежнему занимают банки, находящиеся в государственной собственности, особенно Сбербанк.
- Усилиям ЦБ РФ по укреплению соблюдения пруденциального регулирования препятствовала слабость основы санации банков, особенно, до самого недавнего прошлого, неадекватный закон о банкротстве банков и непредсказуемая судебная система.
- Стратегия официальных органов в банковском секторе призвана устранить многие из этих слабостей. Основным элементом этой стратегии является введение страхования депозитов домохозяйств для выравнивания условий деятельности Сбербанка и других банков и обеспечения более строгого соблюдения пруденциальных стандартов. При этом в ближайшем будущем не намечается стратегический пересмотр роли Сбербанка.
- Недавнее смятение в банковском секторе подчеркнуло непрочность доверия и отражает неизжитые структурные слабости сектора. Вероятна нервозность и в дальнейшем, по мере укрепления надзора ЦБ РФ. Хорошие макроэкономические условия предоставляют важную возможность сделать это, пока макроэкономические и системные риски не вышли из-под контроля.
- Несмотря на то, что при помощи недавних мер, принятых ЦБ РФ, удалось успокоить ситуацию, необходимы более эффективные процессы санации банков, усовершенствованные инструменты управления кризисом и четкая и последовательная стратегия связей с общественностью, которые минимизировали бы влияние проблем отдельных банков на доверие к сектору в целом. Недавнее утверждение Думой более строгого закона о банкротстве банков является важным шагом в этом направлении.

Рейтинг крупных российских банков на 26 июля 2004 года

Банк	Страна	Долгосрочные рейтинги		
		Fitch	Moody's 1/	S & P 2/
Альфа-банк	Россия	B+	Ba2	B
ABN Financial Limited	Россия	B+	...	...
Абсолют Банк	Россия	B-	...	...
Ак Барс Банк	Россия	B-	...	...
Б.И.Н. Банк	Россия	CCC+	...	...
Банк Авангард	Россия	B-	...	...
Банк Еврофинанс-Моснарбанк	Россия	B	...	...
Банк Менатеп Санкт-Петербург	Россия	CCC+	WR	WR
Банк Зенит	Россия	B-	B1	...
Банк Центрокредит	Россия	CCC+	...	...
ФК НИКойл	Россия	B	...	...
Газпромбанк	Россия	...	Ba2	B+
Промышленно-строительный банк, Санкт-Петербург (ПСБ)	Россия	B	...	...
Международный промышленный банк	Россия	B	B1	B-
Международный московский банк	Россия	BB-	...	B+
МДМ-Банк	Россия	B+	Ba2	B
Московский банк реконструкции и развития	Россия	B-	...	...
Московский муниципальный банк - Банк Москвы	Россия	BB	Ba2	...
Банк НИКойл ИБГ	Россия	B	B1	...
НОМОС-банк	Россия	B	B1	...
Национальный резервный банк	Россия	CCC+	...	...
Оргресбанк	Россия	B-	...	...
Пробизнесбанк	Россия	B-	...	...
Промсвязьбанк	Россия	B	B1	B-
Ренессанс Капитал	Россия	B	...	...
Росбанк	Россия	B-	B1	B-
Сбербанк - Сберегательный банк Российской Федерации	Россия	BB+	Ba1	...
Уралсиб Банк	Россия	B	...	B-
Уралтрансбанк	Россия	B-	...	...
Внешэкономбанк	Россия	BB+	B1	...
Внешторгбанк	Россия	BB+	Ba1	BB+
United Bulgarian Bank	Болгария	BB+	...	BB
Беларусьбанк	Беларусь	CCC	...	...
Белпромстройбанк	Беларусь	CCC	...	...
Ceskoslovenska Obchodni Bank	Чешская Республика	A+	A1	BBB
Komerčni banka	Чешская Республика	A	A1	BBB
Hansapank	Эстония	A	A1	...
Central European International Bank	Венгрия	A	A2	BBBp1
Kereskedelmi es Hitelbank	Венгрия	A+	A1	BBBp1
AB Bankas NORD/LB Lietuva	Литва	BBB+	...	...
Bankas Snoras	Литва	BB-	...	...
Latvijas Ekonomiska Komercbanka	Латвия	B+	A2	...
BRE Bank SA	Польша	BBB+	A3	Bbp1
BRE Leasing SP	Польша	BBB+	...	...
Bank Ochrony Srodowiska	Польша	BBB-	...	...
Bank Pekao	Польша	A	...	...
Bank Zachodni WBK S.A.	Польша	A	A2	BBBp1
ING Bank Slaski	Польша	A	A2	...
Kredyt Bank	Польша	A	A2	BBp1
Industrialbank	Украина	CCC	...	...
JSC The State Export-Import Bank of Ukraine (Ukreximbank)	Украина	B+	B2	...
Укрсиббанк	Украина	B-	B2	...

Источники: FitchRatings; Moody's Ratings Direct; и Standard & Poor's Bank Ratings Guide.

1/ Иностраные долгосрочные депозитные рейтинги Газпромбанка, Банка НИКойл ИБГ, Росбанка, НОМОС Банка, Сбербанка, Внешторгбанка и МДМ-банка.

2/ Долгосрочный кредит местного эмитента.

IV. ОСНОВНЫЕ МЕРЫ БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ НА 2005 ГОД: ОЦЕНКА⁴⁸

- *Наиболее важной мерой бюджетно-налоговой политики на 2005 год является снижение налогов, включающее снижение фактической ставки социального налога на 5–6 процентных пунктов. В результате сектор государственного управления, вероятно, недосчитается доходов в размере почти 1¼ процента ВВП. Меры по доходной части, призванные компенсировать эту потерю, ограничиваются повышением нефтяных налогов, структура которых позволит привлечь значительные доходы только при очень высоких ценах на нефть. Реформа социальных пособий, направленная на отмену пособий, не обеспеченных резервами, является другим важным элементом бюджета на 2005 год.*
- *Несмотря на положительный, в принципе, характер этих мер, выбор сроков их принятия, возможно, не оптимален. Без дальнейших компенсирующих мер, они, вероятно, усилят бюджетный стимул в без того динамичной экономике, усилив уязвимость бюджета в отношении цен на нефть, и ограничат возможности либерализации бюджетно-налоговой политики при следующем спаде экономики. Кроме того, сокращение накопительной системы пенсионного обеспечения, связанное со снижением налога, станет достойным сожаления шагом назад в проведении пенсионной реформы.*
- *При значительных профицитах бюджетов последних лет, низком уровне государственного долга и очень высоком уровне международных резервов, меры бюджетно-налоговой политики, по всей видимости, не угрожают долгосрочной устойчивости бюджета. Они, однако, ограничат свободу маневра в будущем, ввиду потенциально больших потребностей в ресурсах для важных реформ и улучшения социальных услуг. Дополнительное давление на расходы могут также создать значительные пенсионные обязательства, не обеспеченные резервами, и условные обязательства, связанные с недавно введенным страхованием вкладов.*

А. Введение

1. **Правительство приняло несколько важных бюджетных мер на 2005 год.** К ним относятся: снижение ставки социального налога, повышение нефтяных налогов и реформа социальных выплат. Важнейшей из этих мер по масштабу является снижение налога. Также очень важен и качественный аспект этой меры, поскольку пакет мер по снижению налогов включает модификацию пенсионной реформы и, в более широком контексте, повышение нефтяных налогов. В настоящей главе приводится описание

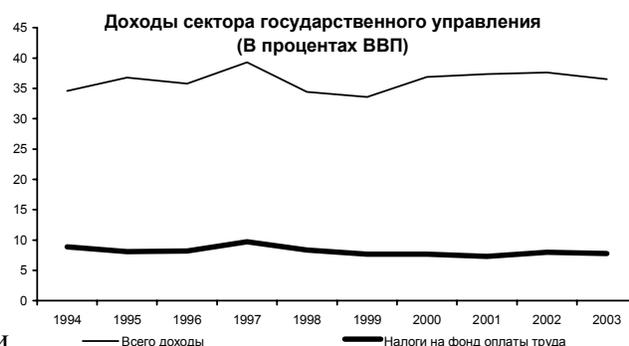
⁴⁸ Подготовил Гухун Квон.

основных элементов пакета мер по снижению налогов, рассматривается его контекст в экономике и экономической политике, дается оценка его последствий для бюджета и освещаются вопросы экономической политики, вытекающие из снижения социального налога, повышения налогов на нефть и реформы социальных пособий.

В. Основные элементы пакета мер по снижению налогов

2. Социальный налог является самым значительным налогом в секторе государственного управления. На него приходится почти 8 процентов ВВП и за его счет финансируется большая часть расходов на социальные нужды, администрируемых государственными социальными внебюджетными фондами, в том числе государственным пенсионным фондом.

Этот налог относится к наиболее стабильным налогам, основанным почти полностью на фондах заработной платы. Ставка этого налога уже снижалась в 2001 году с единой ставки 39,5 процента до регрессивных ставок при средней эффективной ставке на уровне приблизительно 30 процентов и верхней ставке на уровне 35,6 процента. При этом социальный налог все еще обычно считается чрезмерно обременительным. Многие утверждают, и сотрудники МВФ с этим согласны, что высокая ставка социального налога препятствует росту малого и среднего бизнеса, инвестициям, и ведет к уклонению от налогов и к скрытой деятельности.



Этот налог относится к наиболее стабильным налогам, основанным почти полностью на фондах заработной платы. Ставка этого налога уже снижалась в 2001 году с единой ставки 39,5 процента до регрессивных ставок при средней эффективной ставке на уровне приблизительно 30 процентов и верхней ставке на уровне 35,6 процента. При этом социальный налог все еще обычно считается чрезмерно обременительным. Многие утверждают, и сотрудники МВФ с этим согласны, что высокая ставка социального налога препятствует росту малого и среднего бизнеса, инвестициям, и ведет к уклонению от налогов и к скрытой деятельности.

3. Внесены три конкурирующих друг с другом предложения о снижении налога, которые отличаются масштабом и механизмом снижения.

Первое, принятое в первом слушании парламентом в прошлом году, предусматривает снижение фактической ставки приблизительно на

8 процентных пунктов. Второе, утвержденное в принципе предыдущим правительством в конце прошлого года, заключается в снижении фактической ставки приблизительно на 5–6 процентных пунктов. Третий и последний вариант предусматривал более резкое снижение фактической ставки вплоть до 10 процентных пунктов. Радикальный подход, основанный на утверждении о том, что базу этого налога можно расширить только при весьма значительном снижении налога,

Таблица 1. Предельные ставки социального налога для работодателей* (В процентах годового фонда оплаты труда)

Категории зарплаты (в рублях)	Действ. закон	Парлам. вариант	Радикал. вариант	Окончат. вариант	Новый закон
Ниже 30 000		35,6	30	32**	26
30 000–50 000		35,6	30	19,5	26
50 000–100 000		35,6	15	19,5	26
100 000–280 000		20	15	19,5	26
280 000–300 000		20	15	19,5	26
300 000–600 000		10	15	12	10
Более 600,000		2	5	2	2
<i>Справочная статья:</i>					
Средняя эффективная ставка		30	22–23	20–21***	24–25

*Стандартные ставки. Льготные ставки применяются к индивидуальным предпринимателям, адвокатам, сельскохозяйственным работникам и соответствующему критериям мелкому бизнесу.

** или фиксиров. на уровне 9600 рублей.

***Включая обязательные пенсионные взносы работников в размере 2–4 процентных пунктов на их собственные пенсионные счета. Эти взносы в настоящее время платят работодатели как часть единого социального налога.

пользуется широкой поддержкой общественности, отчасти подкрепленной устойчивыми профицитами бюджета и растущими международными резервами.

4. **В конце концов новое правительство, сформированное после состоявшихся в марте президентских выборов, поддержало самый умеренный вариант, предусматривающий снижение фактической ставки на 5–6 процентных пунктов.** Государственная дума приняла законопроект в конце июня и президент подписал закон в конце июля. Ниже следуют подробности изменений:⁴⁹

- **Стандартная высшая ставка снизится с 35,6 процента до 26 процентов.** Более подробно: социальный налог, собираемый федеральным правительством, снизится с 14 процентов до 6 процентов; обязательные отчисления в фонд социального страхования снизятся с 4 процентов до 3,2 процента; и отчисления в фонд медицинского страхования — с 3,6 процента до 2,8 процента. Но при том общая сумма обязательных отчислений в государственную пенсионную систему, включая распределительную и накопительную части, останется неизменной на уровне 14 процентов.
- **Льготные ставки для малого бизнеса и некоторых профессий, скорее всего, сохранятся.** Это будет обеспечено при помощи снижения льготных ставок в основном пропорционально снижению стандартных ставок. В частности основная льготная ставка для малого бизнеса снизится с 13,2 процента до 10 процентов, для сельскохозяйственных производителей — с 26,1 процента до 20 процентов и для юристов — с 10,6 процента до 8 процентов. Эти льготные ставки будут значительно ниже новой стандартной верхней ставки на уровне 26 процентов, хотя абсолютная разница в ставках сократится.
- **Средняя налоговая ставка резко снизится для большинства работников.** Средняя налоговая ставка снизится для категорий заработной платы, не доходящих до среднегодовой зарплаты в размере 280 000 рублей или приблизительно 800 долларов в месяц, тогда как для превышающих этот порог она останется в целом без изменений. Учитывая, что средняя заработная



⁴⁹ См. во врезке в Приложении резюме действующей системы социального обеспечения и планируемые изменения.

плата по стране в настоящее время значительно ниже 100 000 рублей в год, ожидается, что большинство работников попадет в высшую категорию, для которой ставка этого налога снизится в наибольшей степени, на 9,6 процентного пункта.

- Накопительная система пенсионного обеспечения лишится значительной части пенсионных взносов, которая пойдет на финансирование солидарной системы.** Принятый законопроект о снижении налога фактически выводит $\frac{1}{3}$ – $\frac{1}{2}$ работников, соответствующих критерию, из системы установленного размера взносов (или накопительной системы). Их взносы в накопительную систему, составляющие по оценкам приблизительно $\frac{1}{4}$ процента ВВП, вместо этого будут переводиться в распределительную систему и использоваться для финансирования части разрыва, вызванного снижением налога. Это значит, что работники среднего возраста, накапливавшие взносы в накопительной системе пенсионного обеспечения с 2002 года, больше не смогут продолжать накапливать пенсионные сбережения, освобожденные от налога. Это резкое отступление далеко идущей пенсионной реформы, начатой в конце 2001 года с целью развития финансовых рынков и обеспечения долгосрочной финансовой жизнеспособности государственной пенсионной системы.

С. Контекст в экономике и экономической политике

- Снижение социального налога, хотя и обоснованное в принципе, должно оцениваться с учетом его контекста в экономике и экономической политике.** Правительство сделало одной из своих наиболее приоритетных задач в середине 2000 года ускорение темпов проведения налоговой реформы. Реформа включала упрощение налоговых правил, сокращение или отмену освобождений, снижение и объединение налоговых ставок и централизацию доходов федерального правительства (Врезка 1 и IMF 2002). Одним из главных обещаний правительства было снижение налоговой нагрузки на один процент ВВП в год, начиная с 2004 года и в течение ближайших двух-трех лет. В рамках обещанной реформы стандартная ставка налога на добавленную стоимость (НДС) снижена с 20 процентов до 18 процентов в 2004 году. Также в 2004 году отменен налог с продаж, важный местный налог.

- Как и предполагалось, налоговая реформа привела к значительному снижению ненефтяных налогов.** Ненефтяные налоги, собираемые сектором государственного управления, снизились приблизительно на один процент ВВП в 2003 году по сравнению с уровнем 2000 года, предшествовавшего реформе, нарушив тренд устойчивых сборов

Таблица 2. Налоговые показатели в период после кризиса
(Изменения в рамках периодов в процентных пунктах ВВП)

	Кризис 1998 года*	После криз. (1999-2003)	До реформы (1999-2000)	После реф. (2001-2003)
Налоговые дох. сектора госуп	-6,3	2,2	3,3	-1,2
Нефтяные налоги	-2,4	3,3	3,4	-0,1
Ненефтяные налоги	-3,9	-1,1	-0,1	-1,1
Налоговые дох. фед. пр-ва**	-3,2	5,8	4,9	0,9
Нефтяные налоги	-0,9	3,7	2,3	1,4
Ненефтяные налоги	-2,3	2,1	2,6	-0,5
Справочная статья:				
Всего доходы сектора госупр:	-6,0	3,3	3,6	-0,3
в том числе: фед. Доходы	-3,0	6,4	5,2	1,2

Источник: Министерство финансов и оценки сотрудников МВФ.

*Не включая неденежные доходы на конец года и зачеты, сост. по оценкам 1 процент ВВП.

**Не включая единый социальный налог.

ненефтяных налогов в последовавший за кризисом период. Ненефтяные налоги сократились в меньшей степени на федеральном уровне в результате централизации налоговых доходов. При этом неналоговые доходы возросли, отражая повышение доходов от собственности.

Врезка 1. Основные меры налоговой реформы

Президент Путин, после победы на президентских выборах в начале 2000 года, приступил к широким налоговым реформам в середине 2000 года. Их цели заключались в том, чтобы сделать налоговую систему более справедливой, простой, стабильной, предсказуемой и эффективной.

К конкретным мерам реформ относились следующие:

- отмена налогов с оборота, в том числе налога с жилья (2001 год), налога с продаж топлива (2001 год), налога дорожного фонда (2003 год) и налога с продаж (2004 год);
- снижение стандартной ставки социального налога с 39,5 процента до 35,6 процента и верхней ставки подоходного налога с физических лиц — с 35 процентов до 13 процентов (2001 год), ставки налога на прибыль — с 35 процентов до 24 процентов (2002 год), и стандартной ставки НДС — с 20 процентов до 18 процентов (2004 год);
- введение низкой единой ставки подоходного налога на уровне 13 процентов (2001 год); введение налога на добычу минералов (2002 год), ставка которого привязана к мировым ценам на нефть; введение упрощенной налоговой системы для малого бизнеса (2003 год) и сельского хозяйства (2004 год);
- отмена «убежищ налогоплательщика» в стране (2004 год) и сокращение ряда освобождений и налоговых льгот.

7. Истинный размер налоговых потерь скрывали высокие цены на нефть. Несмотря на снижение налогов, сбор нефтяных налогов в целом оставался неизменным по отношению к ВВП между 2000 и 2003 годами. Это, в основном, отражает высокие цены на нефть и изменения в налоговом режиме нефти, в результате которых нефтяные налоги стали более прогрессивными в отношении цен на нефть (Kwon 2003). Резкое увеличение добычи нефти и ее экспорта после кризиса также внесло вклад в хорошие показатели по нефтяным налогам.

D. Воздействие на бюджет пакета мер по снижению налогов

8. Пакет мер по снижению налогов повлечет за собой несколько последствий для бюджета. В настоящем разделе рассматривается, в какую сумму обойдется бюджету снижение налогов, и оцениваются возможные последствия с точки зрения соблюдения налоговых законов. В настоящем разделе также освещается их воздействие на уязвимость бюджета в отношении цен на нефть.

В какую сумму обойдется снижение налога

9. **Снижение налога обойдется, вероятно, бюджету сектора государственного управления почти в 1¼ процента ВВП в 2005 году.** Эта оценка соответствует первоначальной оценке, сделанной правительством и предусматривавшей потерю приблизительно 280 млрд рублей или немногим более 1½ процента ВВП. Оценка сотрудников МВФ несколько ниже оценки правительства, поскольку она принимает во внимание расширение баз других налогов в результате снижения ставок, в частности налога на прибыль и подоходного налога с физических лиц.

10. **Компенсирующие меры в доходной части ограничиваются повышением нефтяных налогов,** структура которых позволит привлечь значительные доходы только при очень высоких ценах на нефть. По оценкам правительства, повышение принесет дополнительные доходы в размере приблизительно ½ процента ВВП при ценах на нефть Urals, превышающих 30 долларов за баррель, но совсем незначительные доходы при ценах около 20 долларов за баррель. Ожидается некоторый рост поступлений от налогов на личное имущество, дивиденды и единого налога на смешанные доходы, но этот прирост, вероятно, будет минимальным. Эти изменения усилят чувствительность реакции бюджета на цены на нефть, которая и так очень сильна, как говорится ниже в конце настоящего раздела.

11. **Непосредственные меры в расходной части до сих пор ограничиваются скромной экономией расходов на здравоохранение и пенсии,** составляя в общей сложности приблизительно ¼ процента ВВП. Говоря более конкретно, фонд социального страхования экономит приблизительно 0,1 процента ВВП, передав работодателям финансовую ответственность за первые несколько дней отпуска по болезни⁵⁰. Аналогичная схема экономии рассматривается для фондов медицинского страхования, хотя какие-либо конкретные схемы пока не согласованы⁵¹. Государственный пенсионный фонд мог бы сократить пенсионные расходы, замедлив индексацию пенсионных выплат, но устойчивость этого подхода сомнительна ввиду и без того низкого уровня пенсионных пособий.

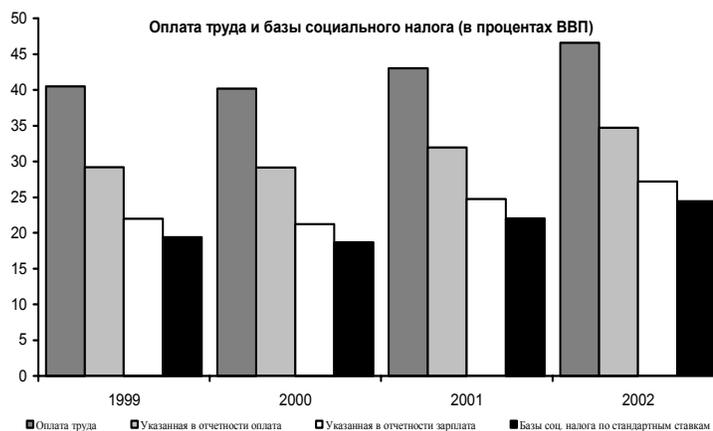
⁵⁰ Эта мера экономии соответствует рекомендациям миссии, оказывавшей техническое содействие по государственным расходам в 2000 году.

⁵¹ Сомнительно, насколько можно добиться существенной экономии средств медицинского страхования без пересмотра системы государственного медицинского страхования, которая, согласно многим местным экспертам, уже оперирует с большим дефицитом, причем разрыв финансирования покрывается частными платежами и декапитализацией. Недавно выдвинутая правительственной рабочей группой инициатива реформы предлагает передать 1,5–2 процентных пункта единой ставки социального налога системе частного страхования для стимулирования конкуренции и повышения качества медицинского обслуживания, с финансированием получающегося разрыва из федерального бюджета. Критики этой схемы утверждают, что она только подорвет жизнеспособность системы государственного медицинского страхования, переведя богатых и здоровых плательщиков взносов в системы частного страхования — так называемая проблема «негативного отбора».

Оценка возможных последствий снижения налога с точки зрения соблюдения

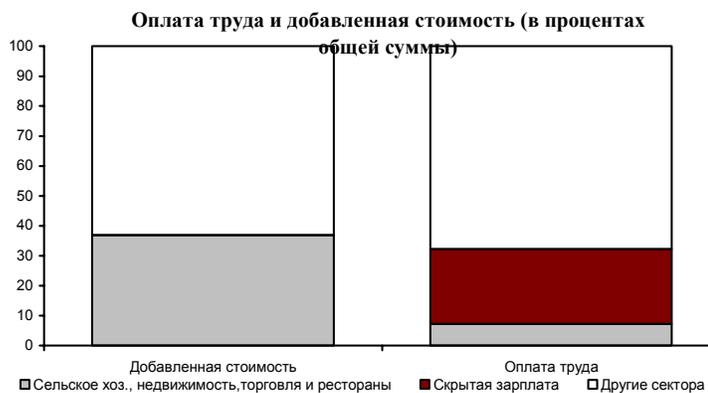
12. Сторонники снижения налогов утверждают, что потеря доходов переоценивается, поскольку снижение налогов приведет к значительному и быстрому улучшению соблюдения налоговых законов. Вряд ли есть

сомнения в том, что так называемая скрытая заработная плата велика — на нее приходится четверть общей суммы оплаты труда в экономике согласно Государственному статистическому агентству. Действительно, не так много признаков массивного уклонения от налогов в декларируемой части оплаты труда, обычно в форме чрезмерных вычетов и мошеннических заявок на льготные ставки; согласно отчетам государственного пенсионного фонда, свыше 90 процентов указанной в отчетности заработной платы начисляется по стандартным ставкам и менее 10 процентов — по льготным ставкам. Так что значительный рост налоговой базы был бы невозможен без сокращения так называемой теневой экономики.



13. При этом нельзя с какой-либо определенностью сказать, можно ли быстро улучшить соблюдение налоговых законов, поскольку скрытая заработная плата сосредоточена в секторах, в которых налоги по традиции очень трудно администрировать. Детальные

данные национальных счетов показывают, что немногим более 1/3 общей суммы добавленной стоимости в экономике произведено в 2002 году в сельском хозяйстве, сделках с недвижимым имуществом, торговле и ресторанах, где заработная плата по своей природе смешана с другими доходами и часто практически не облагается налогом. С другой стороны, заработная плата, выплаченная согласно отчетности в этих четырех секторах, составила значительно меньше одной десятой общей суммы оплаты труда в экономике, включающей официальные оценки скрытой заработной платы. Значительное расхождение между добавленной секторами стоимостью и взносами секторов по заработной плате дает основания предположить, что значительная часть скрытой заработной платы приходится на эти четыре сектора, поскольку без ее учета полученная работниками в этих секторах заработная плата эквивалентна одной десятой общей стоимости, произведенной этими секторами — доля, которая явно не



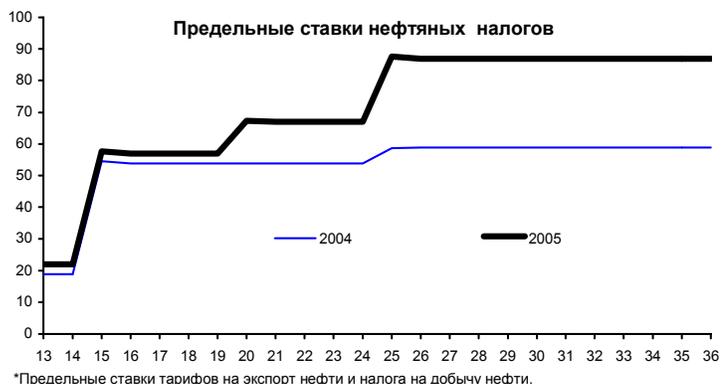
соответствует средней по стране, равной 50 процентам, и традиционному диапазону от 50 до 70 процентов в других экономиках.

14. **Кроме того, опыт снижения налогов в прошлом подсказывает, что потеря доходов только частично и постепенно компенсируется расширением налоговых баз.** Конечно, собираемость подоходного налога с физических лиц значительно улучшилась почти сразу после введения единой низкой ставки подоходного налога в 2001 году. Применив регрессию к панельным данным, Синельников-Мурылев и соавторы (2003) объяснили улучшение в основном положительным влиянием снижения налога. Но согласно опыту других снижений налогов — особенно налога на прибыль и НДС — это, скорее всего, было исключением, объяснявшимся ростом располагаемого дохода, связанным с повышением заработной платы в госсекторе и одновременном снижении других налогов, имеющих общую налоговую базу (Gurvich and others, 2003).

15. **К этому вопросу относятся предыдущие эксперименты с режимом социального налога.** Уже в 2002 году отдельные предприниматели, потенциально образующие большую неиспользованную налоговую базу, получили право на льготные ставки на уровне менее половины стандартных ставок. Но эта перемена не привела к значительному улучшению собираемости. Также сопоставимый льготный режим был предоставлен сельскохозяйственным работникам в 2004 году, но пока не принес каких-либо положительных результатов. Кроме того, слабые показатели по НДС после недавнего снижения налога и появляющиеся доказательства мошенничества в крупном масштабе с его возмещением показывают, что снижение налогов вряд ли окупится, если оно не будет сопровождаться более строгим администрированием налогов. В этом плане перспективы быстрого улучшения соблюдения не обнадеживают, особенно с учетом того, что администрирование налогов все еще не окрепло и в новой налоговой структуре сохранятся весьма льготные ставки.

Уязвимость бюджета в отношении цен на нефть

16. **Доля нефтяных доходов в бюджете после кризиса 1998 года непрерывно росла.** Их удельный вес в доходах сектора государственного управления повысился с менее одной пятой в 1998 году до одной четвертой в 2003 году. Удельный вес в федеральных доходах увеличился в еще большей степени, с одной четвертой до



40 процентов, по мере перехода все большей части нефтяных налогов к федеральному правительству. Как отмечалось выше, это отражает изменения налогового режима,

высокие цены на нефть и относительно быстрый рост добычи и экспорта нефти, под совместным влиянием которых чувствительность федеральных доходов к ценам на нефть возросла более чем в три раза по сравнению с докризисным уровнем.

17. Планируемая замена социального налога нефтяными услугами чувствительность бюджета к ценам на нефть. При ценах на нефть Urals, превышающих 25 долларов за баррель, новый режим нефтяных налогов повысит комбинированную предельную налоговую ставку по двум основным нефтяным налогам, включая тариф на экспорт нефти и налог на добычу нефти, с 59 процентов до 86 процентов. Это резкое повышение усилит чувствительность федеральных доходов к ценам на нефть — при верхнем диапазоне цен на уровне более 25 долларов за баррель, снижение цен на нефть на один доллар, по оценкам, снизит доходы сектора государственного управления приблизительно на 0,41 процента ВВП, по сравнению с приблизительно 0,37 процента ВВП в 2004 году.

18. Нефтяной стабилизационный фонд, учрежденный в этом году, конечно же, поможет ослабить уязвимость бюджета, но, в своем нынешнем виде, не будет достаточным для ограничения рисков ухудшения ситуации. Стремясь уменьшить зависимость бюджета от нефти, правительство ввело закон о нефтяном стабилизационном фонде в 2003 году и создало фонд в январе 2004 года. Фонд создан для накопления нефтяных доходов, полученных от цен на нефть Urals, превышающих 20 долларов за баррель. Ресурсы фонда могут вкладываться только в высококачественные иностранные ценные бумаги, а инвестиционный доход остается в фонде. Ресурсы разрешается изымать из фонда для покрытия разрывов финансирования, когда цены на нефть опускаются ниже контрольной цены, равной 20 долларам за баррель. Опасный недостаток этого механизма заключается в том, что эти правила действуют только до тех пор, пока фонд не достигнет потолка в 500 млрд рублей (приблизительно 17 млрд долларов или $2\frac{3}{4}$ процента ВВП). Если в фонде накопятся ресурсы сверх этого лимита, то правительство может использовать дополнительные нефтяные доходы для увеличения расходов независимо от уровня цен на нефть.

Е. Вопросы экономической политики

Соображения политической экономии

19. Можно найти аргументы в пользу снижения налогов с точки зрения политической экономии. Опыт многих стран — экспортеров сырья показывает, что непредвиденные доходы обычно усиливают политические давления, направленные на то, чтобы их израсходовать, и нередко заканчиваются расточением средств (Talvi and Vegh, 2000; Tornell and Lane, 1999; Gelb 1988). В таком случае снижение налога можно поддержать как предпочтительную альтернативу расточительному расходованию средств, исходя из того, что деньги, оставленные в руках частного сектора, обычно используются более эффективно.

Врезка 2. Реформа заданий по расходам, не обеспеченных средствами

Одной из важнейших задач межбюджетных отношений в России являются так называемые «задания, не обеспеченные средствами» — обязательства по социальным выплатам, возложенные федеральными законами на субнациональные органы государственного управления без какого-либо указанного источника финансирования. На практике большинство этих пособий просто не выплачивалось в большинстве регионов из-за отсутствия финансирования. Только часть пособий предоставлялась ограниченному числу получателей в определенных регионах за счет бюджета или чаще при помощи встречных субсидий или декапитализации плательщиков пособий. Соответственно, федеральное правительство регулярно прекращало на время действие большинства подзаконных актов в годовых бюджетах, на которые приходилось приблизительно $\frac{2}{3}$ заданий, не обеспеченных средствами федерального бюджета, но на эту практику все чаще подавались жалобы в конституционный суд. Задания, не обеспеченные средствами, действие которых не было приостановлено, субнациональные органы государственного управления выполняют по своему усмотрению и, по сообщениям, финансируют лишь небольшую часть этих заданий.

Точные общие суммы заданий, не обеспеченных средствами, трудно оценить из-за юридической неопределенности. Положение усугубляется трудностями калькуляции стоимости социальных статей бюджетных расходов, связанных с выполнением законодательно утвержденных программ, большинство которых осталось в наследство от советской эпохи в виде льгот в натуральном выражении на пользование транспортом, связью, услугами здравоохранения и коммунальными услугами. По оценкам Министерства финансов эти суммы составляют приблизительно 15 процентов ВВП (с большим пределом погрешности), что эквивалентно размеру консолидированных региональных бюджетов.

Правительство недавно приступило к широкой реформе социальных выплат, направленной на решение вопроса заданий, не обеспеченных средствами. Меры, нуждающиеся в утверждении парламентом, включают распределение ответственности за финансирование между различными уровнями органов управления; отмену большинства утвержденных законами — но оказавшихся не по средствам — обязательств; обеспечение достаточного финансирования оставшихся пособий и их монетизация; а также передачу субнациональным органам государственного управления полностью полномочий по определению размера и охвата социальных выплат для определенных категорий получателей. Согласно этому плану федеральное правительство будет отвечать только за 14 категорий получателей, число которых составляет в общей сложности 13 миллионов, а субнациональные органы государственного управления должны будут заботиться о приблизительно 21 миллионе человек, включая политических жертв советской эпохи и некоторых типов ветеранов.

Этот шаг следует в принципе приветствовать. Задания, не обеспеченные средствами, ведут к сильным перекосам, непрозрачны и просто не по средствам. Денежная выплата, по плану стандартная по пособиям, финансируемым из федеральных средств, также будет способствовать повышению эффективности и прозрачности социальных расходов. Но пока все же неясно, будет ли монетизация пособий в натуральном выражении достаточно адресной и насколько субнациональные органы государственного управления будут иметь ресурсы в достаточном объеме и политическую волю для отмены заданий, не обеспеченных средствами, в своей юрисдикции.

20. Риск этой стратегии заключается в том, что расходы могут все равно увеличиться при снижении налогов или без такого снижения. Такой риск наглядно продемонстрировало принятое недавно решение правительства об увеличении расходов приблизительно на $\frac{3}{4}$ процента ВВП, что, вместе со снижением налога, обойдется бюджету на 2005 год приблизительно в 2 процента ВВП. Дополнительные расходы можно обосновать тем, что они должны помочь заручиться чрезвычайно важной политической поддержкой для отмены социальных пособий, не обеспеченных резервами (врезка 2). При этом беспокоит тот факт, что в ближайшем будущем могут возникнуть другие столь же обоснованные потребности в расходах в свете нелегкой программы важных структурных реформ, в том числе реформы энергетики и госслужбы. Опыт других стран также служит иллюстрацией значительного риска повышения расходов после снижения налогов или параллельно с ним (например, Stockman 1986).

Краткосрочное воздействие стимула

21. **В целом снижение налога и реформа социальных пособий, вероятно, послужат бюджетным стимулом в и без того динамичной экономике и, таким образом, усилят инфляционные давления.** Признаки макроэкономической напряженности включают повышение спроса на рабочую силу на рынке труда, возникающие ограничения, определяемые наличными производственными мощностями, сильную базовую инфляцию, темпы процентного роста которой выражаются двузначными числами, и недавнее ускорение реальной ревальвации рубля. Реакция объема производства на бюджетный стимул в таких условиях будет, вероятно, минимальной, а то и отрицательной, согласно эмпирическим исследованиям краткосрочного бюджетного мультипликатора (Hemming and others, 2002).

22. **Согласно эмпирическим данным, рост нефтяных налогов при высоких ценах на нефть не ослабит инфляционного воздействия снижения налогов и реформы социальных пособий.** Применение ряда регрессий к квартальным данным за 1995–2003 годы показывает, что уменьшение общего бюджетного сальдо, традиционный показатель бюджетного стимула, не выявляет какой-либо значительной и значимой взаимосвязи с инфляцией или ростом объема производства. С другой стороны, выявлены сильные и стабильные связи между инфляцией, особенно невнешнеторговых товаров, и ростом дефицита за вычетом нефти, измеряемого как разница между расходами и нефтевыми доходами. Эти эмпирические результаты указывают, что основным бюджетным двигателем совокупного спроса являются государственные расходы и налоги за вычетом непредвиденных нефтяных доходов (см. типичные результаты в таблицах приложения). Эти результаты в основном сохраняются в динамичных условиях, в том числе в векторных авторегрессионных моделях и моделях коррекции ошибок, хотя их значение зависит от числа лагов и выбора экзогенных переменных. Эти выводы о влиянии бюджетного стимула на инфляцию в целом соответствуют результатам отдельных регрессий, принимающих государственные расходы за экзогенную переменную. Они показывают, что государственные расходы влияют на инфляцию в три раза сильнее, чем на объем производства. Их инфляционный эффект и силен, и стабилен, особенно по отношению к невнешнеторговым товарам.

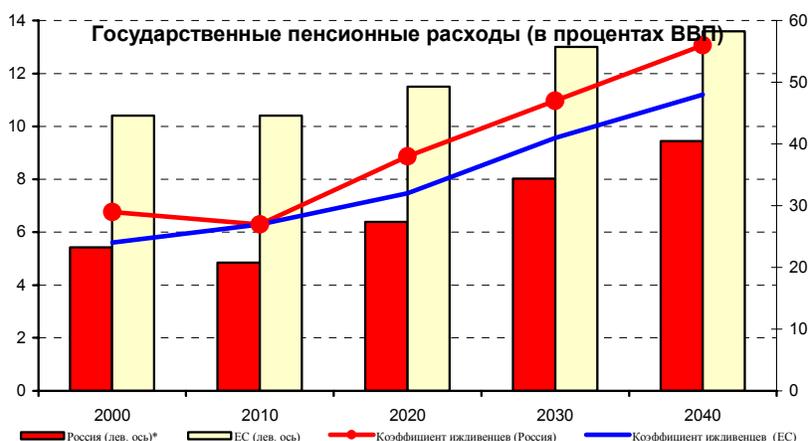
Долгосрочная устойчивость бюджета

23. При значительных профицитах бюджета последних лет, низком уровне государственного долга и очень высоком уровне международных резервов, меры бюджетно-налоговой политики, по всей видимости, не угрожают долгосрочной устойчивости бюджета. **Меры стимулирования в бюджете на 2005 год, тем не менее, ограничат свободу маневра в будущем, поскольку сильное давление на ограниченные государственные ресурсы не ослабнет.** В частности, снижение налогов подорвет и без того слабую долгосрочную платежеспособность государственной пенсионной системы, постепенное ухудшение которой ожидается в

ближайшие два десятилетия из-за стареющего поколения родившихся в эпоху высокой рождаемости и сокращающейся рабочей силы, как описано ниже.

24. **Демографические перспективы в России весьма неблагоприятны, даже по сравнению со странами ЕС, перед которыми стоят серьезные бюджетные задачи, вытекающие из неблагоприятных демографических профилей.** В России прогнозируется увеличение удельного веса населения старше 60 лет — пенсионного возраста для мужчин, с нынешнего уровня, составляющего 30 процентов населения трудоспособного возраста, до 40 процентов к 2020 году и затем до приблизительно 60 процентов к 2040 году. Тенденция повышения относительного показателя числа престарелых иждивенцев сильнее, чем в большинстве стран ЕС, в которых соответствующий относительный показатель числа иждивенцев должен повыситься, в среднем, с приблизительно 25 процентов в 2000 году до приблизительно 50 процентов в 2040 году (ЕС 2001). Среди стран ЕС только Италию можно сравнить с Россией в плане угла наклона этой траектории.

25. **Снижение социального налога ухудшает платежеспособность и без того хрупкой государственной пенсионной системы.** В проведенном исследовании Всемирного банка (2002) прогнозируется резкое долгосрочное повышение государственных



пенсионных расходов, вплоть до 4 процентных пунктов ВВП с 2002 по 2040 год. Этот прогноз основан на базисном сценарии, предполагающем неизменную политику пенсионного обеспечения и налоговые ставки без снижения коэффициентов замещения — доли заработной платы, покрытой пенсионными выплатами — и непрерывном росте фондов заработной платы по отношению к ВВП. Пенсионный фонд прогнозирует ухудшение финансовой жизнеспособности государственной пенсионной системы в результате недавнего снижения налогов, с появлением базового дефицита Пенсионного фонда в размере приблизительно 1½ процента ВВП в кратко- и среднесрочной перспективе, даже если предположить постепенное снижение коэффициента замещения. Этот прогноз в целом соответствует предварительным расчетам, произведенным Всемирным банком (2004).

26. К другим тревожным сигналам потенциально больших потребностей в будущих расходах относится низкая заработная плата в государственном секторе и обязательства субнациональных органов управления по пособиям, не обеспеченные резервами. Другим важным источником условных обязательств является слабый, но

быстро растущий банковский сектор, депозиты домохозяйств в котором теперь гарантированы государством.

Воздействие на долгосрочный экономический рост

27. Воздействие снижения налога на долгосрочный рост неоднозначно.

Согласно экономической литературе, воздействие снижения налогов на экономический рост зависит от реакции частного сектора и от характера и масштаба компенсирующих это снижение мер. Снижение налога, не требующее финансирования из других источников, конечно же, положительно повлияло бы на экономический рост, поскольку издержки предприятий снизились бы без потери доходов. Кроме того, согласно эмпирической литературе, посвященной экономическому росту, снижение налога в сочетании с компенсирующим его сокращением расходов оказало бы положительное влияние на рост при условии, что сокращение расходов не сказалось бы отрицательно на качестве государственных услуг (Вагго 2002). В России можно найти убедительные аргументы такого плана, поскольку снижение социального налога, который обычно считается чрезмерно обременительным, смягчит перекосы на рынке труда и будет стимулировать мелкие и средние предприятия. При этом, однако, с той же (если не большей) степенью вероятности может действовать сценарий, при котором устойчивая потеря доходов и связанные с ней дефициты снизили бы темпы роста, поскольку дефициты вытеснят частные инвестиции и снизят уровень сбережений в стране. Вообще эмпирические исследования экономического роста показывают, что отдельно взятое снижение налога, без вспомогательных структурных мер, вряд ли будет способствовать устойчивому экономическому росту (Tanzi и Zee, 1997)

Г. Выводы

28. Снижение ставки социального налога и реформа социальных пособий, два основных элемента бюджета на 2005 год являются, в принципе, положительными мерами. Снижение социального налога, самая важная мера бюджетно-налоговой политики в 2005 году, ослабляет перекосы на рынке труда и стимулирует мелкие и средние предприятия. Далеко идущую реформу социальных пособий следует приветствовать как стремление устранить крупные задания по расходам, не обеспеченные средствами, и повысить эффективность и прозрачность социальных расходов.

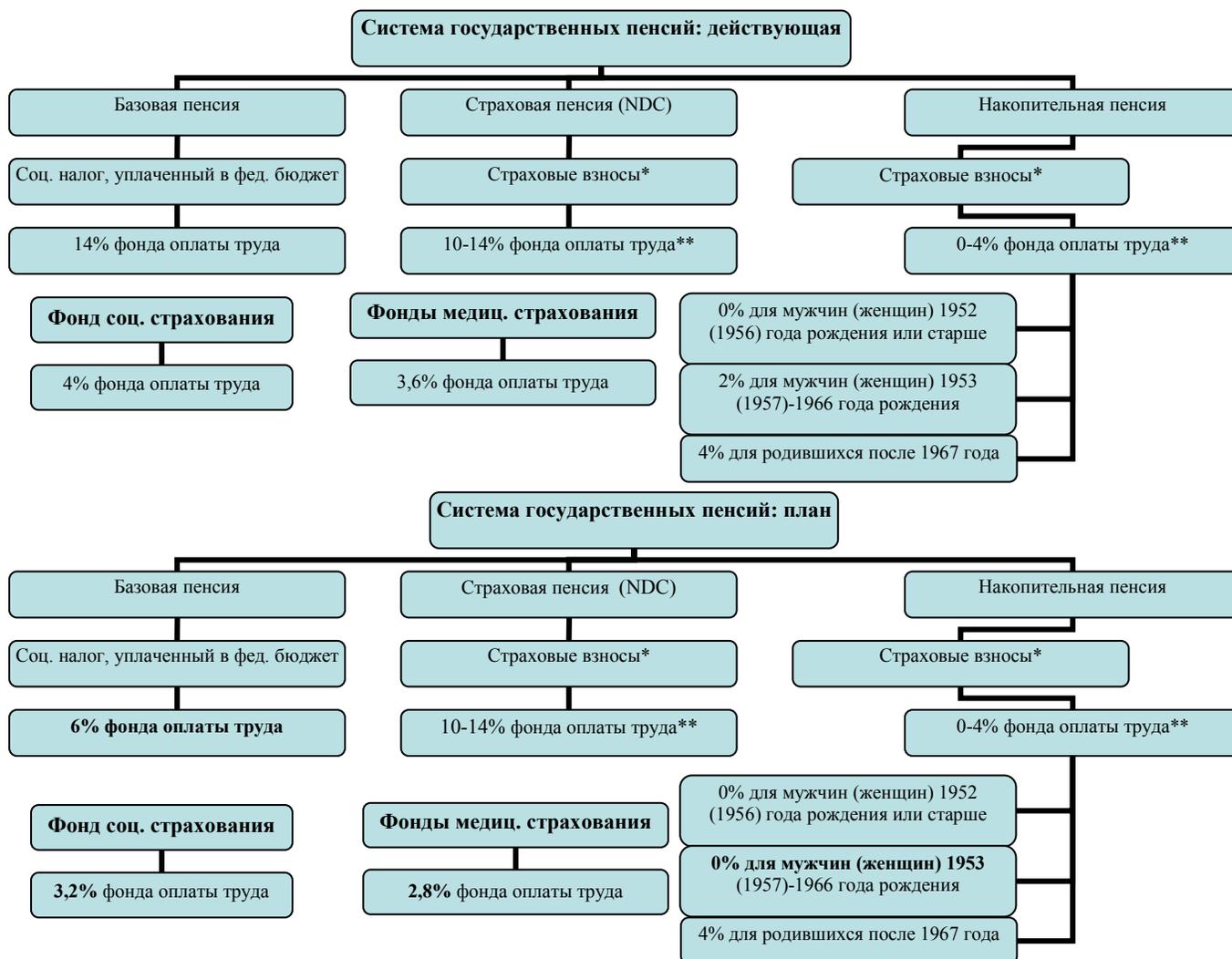
29. При этом выбор сроков принятия мер по снижению налогов и реформы социальных пособий, возможно, не является оптимальным. Без сопровождающих их компенсирующих налоговых мер или мер в отношении расходов они, вероятно, привнесут бюджетный стимул в и без того динамичную экономику, усилят уязвимость бюджета в отношении цен на нефть и ограничат масштаб применения бюджетного стимула при следующем экономическом спаде. Планируемое повышение нефтяных налогов не ослабит инфляционного эффекта мер стимулирования. Другой недостаток заключается в сужении охвата накопительной системы пенсионного обеспечения,

которое является отступлением от нелегко доставшихся достижений пенсионной реформы. Кроме того, хотя эти экспансионистские бюджетные меры, по всей видимости, не угрожают долгосрочной устойчивости бюджета, они ограничат свободу маневра бюджета в будущем, ввиду потенциально больших потребностей в ресурсах для важных реформ и улучшения социальных услуг. Наконец, может также возникнуть дополнительное давление на расходы из-за значительных пенсионных обязательств, не обеспеченных резервами, и условных обязательств, связанных с недавно введенным страхованием вкладов.

Система социального обеспечения в России

Действующая система социального обеспечения опирается в основном на три внебюджетных фонда: пенсионный фонд, фонд медицинского страхования и фонд социального страхования. Самым значительным по размерам является Пенсионный фонд, расходы которого составляют приблизительно 5-6 процентов ВВП в год. На смену старой распределительной пенсионной системе в 2002 году пришла смешанная система, состоящая из единой базовой пенсии, пенсионного плана с условно установленным размером взносов (NDC) и полностью накопительной схемы. Стандартная ставка взносов установлена на уровне 28 процентов, половина взносов используется для выплаты базовых пенсий и остальная часть распределяется между NDC и накопительной схемой. И базовая пенсия, и схемы с условно установленным размером взносов относятся к распределительным системам, хотя в NDC присутствуют некоторые элементы накопительной системы (World Bank 2002).

Снижение социального налога влечет за собой дальнейшие изменения в системе социального обеспечения, значительно ослабляя накопительную часть. Отчисления за старых работников будут по-прежнему полностью переводиться в распределительную часть, тогда как отчисления за работников среднего возраста, которые в настоящее время делятся между NDC и накопительной частью, в полном объеме пойдут в часть NDC. Отчисления за молодых работников останутся в 2005–2007 годах без изменений, а не будут повышены, как планировалось, на один процентный пункт в пользу накопительной части за счет части с условно установленным размером взносов.



*Вычет из социального налога. Обычно называются социальным налогом, но, строго говоря, налогом не являются.

**Зависит от возраста, но сумма страховых взносов в NDC и накопительную пенсию должна составлять 14 процентов.

Отдельные эмпирические данные бюджетного импульса для объема производства и инфляции

Таблица 3. Показатели инфляции и дефициты нефтегазового бюджета

Зависимая переменная: изменения реального эффективного валютного курса

Гетероскедастичность Уайта — совместимые ст. кв. отклонения и ковариация

Переменная	Коэффициент	Ст.кв. откл.	t-статистика	Вер.
Изменения реальных нефтегазовых дефицитов	0,045010	0,019180	2,346752	0,0262
Зависимая переменная с лагом (-1)	0,163564	0,121365	1,347701	0,1886
Зависимая переменная с лагом (-2)	-0,186957	0,068287	-2,737815	0,0106
УСЛОВНАЯ ПЕРЕМЕННАЯ 1998 г., III кв.	-0,050354	0,026192	-1,922488	0,0648
Изменения затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции	0,377818	0,144637	2,612187	0,0143
R в квадрате	0,733009	Средняя зависимая var		0,002113
Корр. R в квадрате	0,694868	Зависимая от средн. откл. var		0,079502
Ст. кв. откл. регрессии	0,043916	Крит. инфор. Akaike		-3,274353
Сумма остатков в квадрате	0,054001	Критерий Schwarz		-3,047609
Логар. вероятность	59,02682	Стат. Дурбина-Уотсона		2,460086

Зависимая переменная: разница темпов инфляции услуг и продовольствия

Метод: наименьших квадратов

Выборка (с корр.): 1995:3 2003:4

Гетероскедастичность Уайта — совместимые ст. кв. отклонения и ковариация

Переменная	Коэффициент	Ст.кв. откл.	t-статистика	Вер.
Изменения реальных нефтегазовых дефицитов	0,031714	0,009946	3,188565	0,0034
Изменения цен на нефть	0,080769	0,026624	3,033668	0,0051
Разница инфляции с лагом (-1)	0,487295	0,099931	4,876297	0,0000
Изменения затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции	0,334502	0,072348	4,623527	0,0001
УСЛОВНАЯ ПЕРЕМЕННАЯ 1998 г., III кв.	-0,039997	0,014646	-2,730915	0,0106
R в квадрате	0,914151	Средняя зависимая var		0,020803
Корр. R в квадрате	0,902310	Зависимая от средн. откл. var		0,079662
Ст. кв. откл. регрессии	0,024899	Крит. инфор. Akaike		-4,412963
Сумма остатков в квадрате	0,017978	Критерий Schwarz		-4,188498
Логар. вероятность	80,02037	Стат. Дурбина-Уотсона		1,545959

Таблица 4: Показатели инфляции и потребление государственного сектораЗависимая переменная: **инфляция согласно дефлятору ВВП**

Метод: наименьших квадратов

Выборка(с корр.): 1995:4 2003:4

Гетероскедастичность Уайта — совместимые ст.кв. отклонения и ковариация

Переменная	Коэффициент	Ст. кв. откл.	t-статистика	Вер.
С	0,022816	0,006053	3,769371	0,0009
Рост реального потребления госсектора	0,503510	0,229339	2,195488	0,0376
Изменения цен на нефть	0,066831	0,019319	3,459414	0,0020
Изменения обменных курсов	0,233859	0,056896	4,110266	0,0004
Инфляция с лагом (-1)	0,134541	0,105314	1,277522	0,2132
Инфляция с лагом (-2)	0,207690	0,075591	2,747549	0,0110
УСЛОВНАЯ ПЕРЕМЕННАЯ 1998 г., III кв.	-0,054988	0,009563	-5,749825	0,0000
Изменения затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции	-0,047170	0,059946	-0,786876	0,4388
R в квадрате	0,880253	Средняя зависимая var		0,058833
Корр. R в квадрате	0,846724	Зависимая от средн. откл. var		0,045470
Ст.кв. откл. регрессии	0,017802	Крит. инфор. Akaike		-5,011806
Сумма остатков в квадрате	0,007923	Критерий Schwarz		-4,649016
Логар. вероятность	90,69479	F-статистика		26,25332
Стат. Дурбина-Уотсона	2,299017	Вер.(F-статистика)		0,000000

Зависимая переменная: **разница темпов инфляции услуг и продовольствия**

Гетероскедастичность Уайта — совместимые ст.кв. отклонения & ковариация

Переменная	Коэффициент	Ст.кв. откл.	t-статистика	Вер.
С	0,012531	0,005489	2,283094	0,0316
Рост реального потребления госсектора	0,452865	0,137799	3,286427	0,0031
Изменения цен на нефть	0,064568	0,018859	3,423793	0,0022
Изменения обменных курсов	-0,191214	0,046911	-4,076083	0,0004
Разница темпов инфляции с лагом (-1)	0,373333	0,073363	5,088860	0,0000
Разница темпов инфляции с лагом (-2)	-0,099071	0,054750	-1,809508	0,0829
Разница темпов инфляции с лагом (-3)	0,101030	0,035045	2,882819	0,0082
Изменения затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции	0,264280	0,059935	4,409450	0,0002
R в квадрате	0,957436	Средняя зависимая var		0,014438
Корр. R в квадрате	0,945021	Зависимая от средн. откл. var		0,077739
Ст.кв. откл. регрессии	0,018228	Крит. инфор. Akaike		-4,959398
Сумма остатков в квадрате	0,007974	Критерий Schwarz		-4,592964
Логар. вероятность	87,35038	F-статистика		77,12178
Стат. Дурбина-Уотсона	1,498685	Вер.(F-статистика)		0,000000

Литература

- МВФ, 2002 год, Российская Федерация — отдельные вопросы, Документ Исполнительного совета МВФ SM/02/63 (R), Дополнение 1 (Вашингтон: Международный Валютный Фонд).
- Синельников-Мурылев, С., С. Баткибеков, П. Кадочников, Д. Некипелов, 2003 год, «Оценка результатов реформы подоходного налога в России», *Вопросы Экономики*, № 6, стр. 61–77 (Москва: Институт экономики Российской Академии наук).
- Alesina, Alberto, and Roberto Perotti, 1995, “The Political Economy of Budget Deficits,” *IMF Staff Papers*, Vol.42, No. 1, March (Washington: International Monetary Fund).
- Barro, Robert J., 2002, “Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis,” in *Korean Crisis and Recovery*, ed. by David T. Coe and Se-jik Kim (Washington: International Monetary Fund).
- Economic Policy Committee (EPC), 2001, “Budgetary Challenges Posed by Aging Population,” EPC/ECFIN/630-EN (Brussels: Economic Policy Committee).
- Gelb, Alan H. and associates, 1998, *Oil Windfalls: Blessing or Curse* (Oxford: Oxford University Press).
- Gurvich, E., V. Subbotin, and A. Vasilieva, 2003, “Economic Analysis of Tax Reform (in Russian),” *Voprosi Ekonomiki*, No. 6, pp. 38–60 (Moscow: Institute of Economics of the Russian Academy of Science).
- Hemming, Richard, Michael Kell, and Selma Mahfouz, 2002, “The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity—A review of the Literature,” IMF Working Paper 02/208, December (Washington: International Monetary Fund).
- Kwon, Goohoon, 2003, “Post-crisis Fiscal Revenue Developments in Russia: From an Oil Perspective,” *Public Finance and Management*, Vol. 3, No. 4, pp. 505–530.
- Stockman, David A., 1986, *The Triumph of Politics, How the Reagan Revolution Failed* (New York: Harper & Row Publishers).
- Talvi, Ernesto, and Carlos A. Vegh, 2000, “Tax Base Variability and Pro-cyclical Fiscal Policy,” NBER Working Paper No. 7499 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research).
- Tanzi, Vito and Howell Zee, 1997, “Fiscal Policy and Long-run Growth”, *IMF Staff Papers*, Vol. 44, No. 2 (Washington: International Monetary Fund).

Tornell, Aaron, and Philip R. Lane, 1999, "The Voracity Effect," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 1, pp. 22–46.

World Bank, 2002, *Pension Reform in Russia: Design and Implementation* (Washington: World Bank).

World Bank, 2004, "Sustainability of the Russia Pension System: Potential Impact of Reduction in Social Tax Rates and Other Reform Steps", *mimeo* (Washington: World Bank).

V. РОССИЙСКИЕ РЕГИОНЫ: ИЗМЕНЧИВОСТЬ ДОХОДОВ, ПОДВИЖНОСТЬ РАБОЧЕЙ СИЛЫ И БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА⁵²

Российские регионы в значительной степени подвержены шокам региональных доходов в силу неравномерного распределения природных ресурсов и советского наследия в виде искаженной региональной специализации. Кроме того, в России ограничена подвижность рабочей силы и в регионах недостает бюджетных инструментов. В настоящем разделе дается оценка влияния этих характеристик на масштаб и устойчивость шоков региональных доходов при помощи панельной векторной авторегрессии на основе большого объема данных по регионам за последние десять лет. Выяснилось, что подвижность рабочей силы, связанная с региональными шоками, значительно уступает подвижности рабочей силы в США, но превышает ее подвижность в 15 странах ЕС, и что региональные расходы обычно растут во время экономического бума и снижаются во время экономического спада. Рассматриваются институциональные факторы, обуславливающие эти результаты, и в заключение излагаются выводы для экономической политики.

A. Введение

1. **Российские регионы значительно отличаются друг от друга по своим экономическим условиям.** Сам по себе размер территории России, крупнейшей в мире и охватывающей 11 часовых поясов, уникален и является определяющим фактором регионального разнообразия. Природные ресурсы распределены по территории России чрезвычайно неравномерно. Кроме того, структура промышленности регионов все еще отражает наследие советских времен — политические и военные соображения часто брали верх над соображениями экономики при строительстве фабрик, городов и инфраструктуры на огромной территории (Hill and Gaddy, 2003).

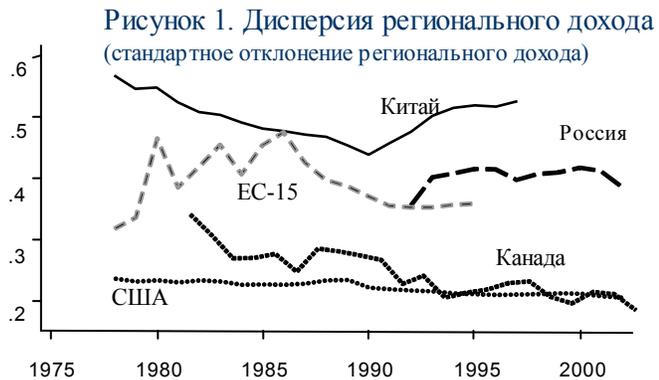
2. **Это географическое разнообразие, а также различия в степени наделенности природными ресурсами и схеме индустриализации привели к огромному неравенству доходов между регионами.** На рисунке 1 показано неравенство доходов между регионами в Канаде, Китае, 15 странах ЕС, России и США, измеренное как стандартное отклонение от регионального дохода на душу населения.⁵³ Из этого рисунка видно, что неравенство между регионами в России

⁵² Подготовили Гухун Квон и Антонио Спилимберго.

⁵³ Регионами в каждой стране или экономическом пространстве считаются крупнейшие субнациональные административные единицы. Они соответствуют 89 регионам в России, 51 штату и округу Колумбия в США, 11 провинциям в Канаде, 30 провинциям в Китае и 178 регионам в 15 странах Европейского союза (ЕС-15). Данные по России, США, Канаде и Китаю получены от соответствующих статистических агентств этих стран; данные по Европейскому союзу получены от Евростата. Экономические и социальные показатели по российским регионам в основном получены от государственных статистических служб. Региональные данные о реальном объеме производства начала

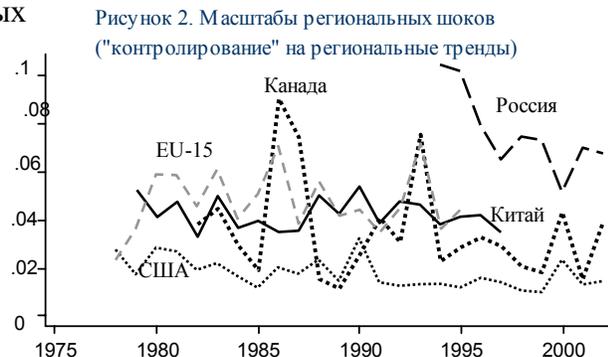
(продолжение)

относится к самым сильным, уступая только Китаю. Кроме того, в России и Китае, в отличие от продвинутых экономик, не наблюдается конвергенция региональных доходов со временем.



3. Еще важнее, что гетерогенность регионов также усиливает изменчивость региональных доходов, подвергая регионы очень сильным идиосинкразическим экономическим потрясениям. На рисунке 2 показано, что шоки региональных доходов в России, измеряемые стандартным отклонением очищенного от трендов регионального экономического роста, приблизительно в три раза превосходят шоки в США, Канаде, Китае и 15 странах ЕС. Масштаб шоков резко сократился по сравнению с ранним периодом рыночных реформ, но остается на устойчиво высоком уровне.⁵⁴

4. Крупные масштабы региональных потрясений в России подчеркивают значение механизмов амортизации шоков в российских регионах, в том числе подвижности рабочей силы и бюджетно-налоговой политики. В настоящей главе оценивается реакция рабочей силы на шоки региональных доходов, проводится анализ влияния бюджетно-налоговой политики на уровень и изменчивость региональных доходов и рассматривается их воздействие на экономическую политику. Вначале приводится анализ шоков региональных доходов в России и их последствий для рынков труда по сравнению с США и 15 странами ЕС, а затем рассматриваются их экономические последствия. Затем изучается вопрос,



1990-х годов — оценки сотрудников МВФ, основанные на секторных данных государственных статистических служб и Министерства экономического развития и торговли. Основным источником региональных бюджетных данных было Министерство финансов. Мы пользовались классификацией NUTS2 Евростата для определения европейских регионов; обратите внимание, что при использовании классификации NUTS1 получилось бы значительно меньше регионов и не столь сильное неравенство между регионами. Хотя население некоторых из этих регионов крайне мало численно, выводы о неравенстве и шоках подтверждаются при исключении из выборки регионов с населением менее одного миллиона жителей.

⁵⁴ Российские региональные шоки остаются значительными даже при применении альтернативных определений шоков, таких как коэффициент колебаний региональных доходов или их рост, превышающий тренды роста конкретных для региона доходов. Термины «региональные шоки» и «местные шоки» в настоящей главе используются как взаимозаменяемые, если нет других указаний.

насколько региональная бюджетная политика и федеральные трансферты регионам помогают ослабить региональные шоки, и рассматриваются институциональные факторы, которыми объясняются результаты. В последнем разделе рассматриваются последствия этих выводов для экономической политики.

В. История трех механизмов корректировки

5. **Экономика реагирует на региональные шоки по-разному.** Во-первых, правительство может помочь смягчить влияние отрицательных региональных шоков на доходы домохозяйств при помощи бюджетных трансфертов и расходных программ. Во-вторых, в зависимости от подвижности рабочей силы, люди могут переезжать из «застойных» регионов в регионы, переживающие бум. Подвижность рабочей силы зависит от многих институциональных и экономических факторов, в том числе от стоимости переезда, рынков жилья и правил, которые отчасти определяются историческими и географическими факторами.

6. **В настоящем разделе изучается степень реакции рабочей силы на шоки региональных доходов.** С этой целью мы применим панельные векторные авторегрессии (VAR) для России, США и 15 стран ЕС. Панель VAR включает уравнение дохода на душу населения на региональном уровне и уравнение населения региона.⁵⁵ Каждая переменная содержит по три лага. Кроме того, добавляется условная переменная по каждому региону i и условная переменная за каждый год t для «контроля» или внесения поправок на влияние фиксированных эффектов и экономических циклов в стране. Ниже приводится эта спецификация:

$$\ln(\text{доход})_{it} = \sum_{j=1}^3 \alpha_{1j} \ln(\text{доход})_{it-j} + \sum_{j=1}^3 \beta_{1j} \ln(\text{население})_{it-j} + \text{годов.условн.} + \text{регион. условн.} + \varepsilon_{1it}$$

$$\ln(\text{население})_{it} = \sum_{j=1}^3 \alpha_{2j} \ln(\text{доход})_{it-j} + \sum_{j=1}^3 \beta_{2j} \ln(\text{население})_{it-j} + \text{годов. условн.} + \text{регион. условн.} + \varepsilon_{2it}$$

7. **На рисунках 3 и 4 показано, каким образом региональные доходы и население регионов взаимодействуют друг с другом при положительном шоке регионального дохода.**⁵⁶ На рисунке 3 показана эволюция годовых региональных доходов в 15 странах ЕС, России и США после положительного шока, повлиявшего на региональные доходы в нулевом году. Масштабы шока эквивалентны одному стандартному отклонению роста регионального дохода. Также на рисунке 4 показана

⁵⁵ В настоящей главе переменные дохода и населения выражаются в логарифмах, если нет других указаний.

⁵⁶ Идентификация основана на разбивке Cholesky, в которой порядок определяется доходом, за которым следует население. Показаны доверительные интервалы в 90 процентов.

реакция населения региона на положительный шок доходов, характеризуемый панелью VAR.

8. **Из рисунков 3 и 4 выясняются несколько интересных фактов:**

- Масштабы стандартного шока дохода значительно больше в России, чем в Европе и США.
- Шоки в России значительно менее устойчивы, чем в регионах других стран, в том смысле, что они постепенно исчезают по истечении четырех лет.
- Население регионов реагирует на региональные экономические шоки в меньшей степени в России и Европе, чем в США. В США число жителей региона возрастает на 0,4 процента приблизительно за пять лет после неожиданного повышения дохода приблизительно на 2 процента. В России население регионов совсем не растет даже при резком скачке регионального дохода на 8 процентов. В Европе реакция даже несколько отрицательна, но она экономически незначима.

9. **Этот анализ служит иллюстрацией трех разных типов корректировки на шоки:**

- (i) **Тип, характерный для США**, отличается высокой степенью подвижности рабочей силы. Даже при относительно умеренных шоках региональных доходов население быстро перемещается в другие регионы;⁵⁷
- (ii) **Европейский тип.** Подвижность рабочей силы невелика. Даже при сильных и устойчивых шоках люди переезжают редко. Это объясняется отчасти жесткими рынками труда и отчасти бюджетно-налоговой политикой (Mauro, Prasaf, and Spilimbergo, 1999). В качестве основного метода устранения последствий региональных шоков в нескольких европейских странах используются программы бюджетных трансфертов бедным регионам. Кроме того, Европейский союз предоставляет структурные средства относительно бедным регионам в рамках Союза;
- (iii) **Российский тип.** Российские регионы сталкиваются с очень сильными, но непродолжительными шоками. Реакция населения ограничивается первым годом при отсутствии устойчивого перемещения.

⁵⁷ Тип корректировки, характерный для США, документирован в работе Blanchard and Katz (1992), тогда как Decressin and Fatás (1995) документировали европейский тип корректировки.

Рисунок 3. Эволюция региональных доходов с годами
(ортогонализированные функции реакции на импульсы при положительном шоке доходов,

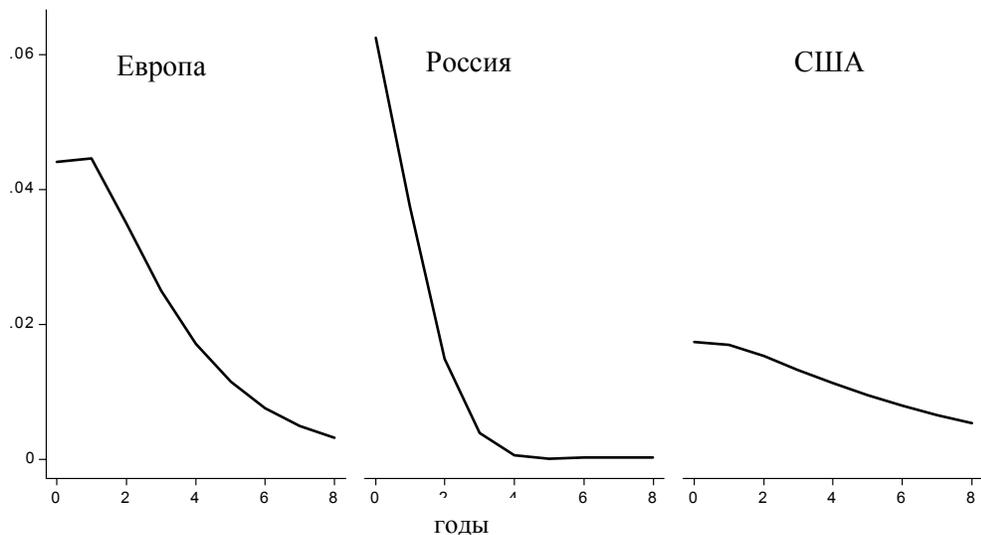
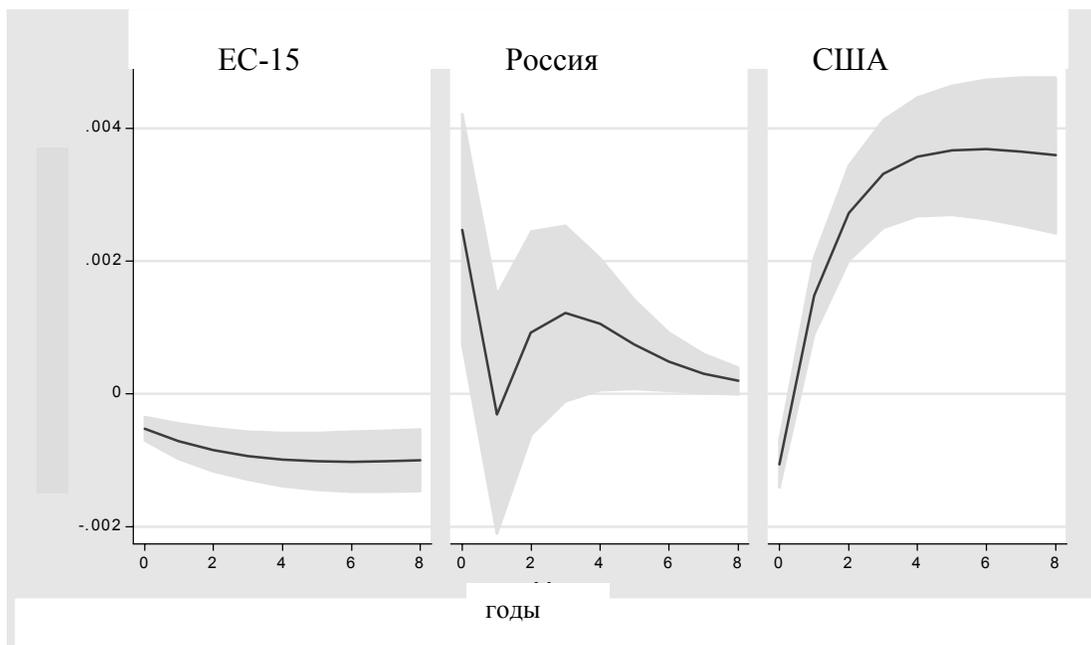


Рисунок 4. Эволюция населения регионов с годами
(ортогонализированные функции реакции на импульсы при положительном шоке доходов, серым обозначен 90-процентный доверительный интервал)

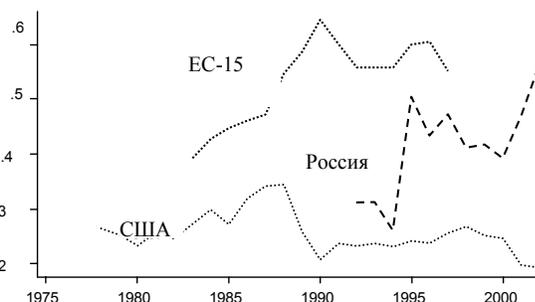


10. Влияние различных механизмов корректировки на рынки труда очевидно.

Если рабочая сила не перемещается, несмотря на отрицательные местные шоки, безработица в регионе повышается до уровня, превышающего средний по стране. Коэффициенты колебания региональных уровней безработицы, вероятно, по этой причине выше в

странах с меньшей подвижностью рабочей силы, чем в странах с большей подвижностью рабочей силы. И действительно, на рисунке 5 показано, что колебания региональных уровней безработицы в России и Европе значительно сильнее, чем в США. Кроме того, экономический рост в последнее время в России, по всей видимости, усилил неравенство доходов между регионами, снизив безработицу в большей степени в быстро развивающихся регионах, чем в стагнирующих. С этим выводом соглашаются Andrienko and Guriev (2003), которые утверждают, что подвижность рабочей силы в России резко ограничена недостаточно развитыми рынками жилья, множеством региональных правил, препятствующих перемещению рабочей силы, и большими расходами, связанными с поисками работы и жилья, а также переездом. Они сообщают, что в результате внутренняя миграция в России составляет всего 2 процента общей численности населения, что значительно меньше, чем в большинстве стран ОЭСР.

Рисунок 5. Коэффициент разброса региональных уровней безработицы



С. Воздействие шоков региональных доходов на бюджет

11. Ввиду масштабов региональных шоков и неподвижности рабочей силы, интересно рассмотреть, пользовались ли регионы бюджетно-налоговой политикой для смягчения ударов шоков доходов. В настоящем разделе проводится анализ воздействия шоков региональных доходов на региональные расходы при помощи обширной базы региональных бюджетных данных за период с 1992 по 2002 год. В частности, нас интересовало, повышались ли обычно региональные расходы во время бума и снижались ли при экономическом спаде (то есть, насколько региональная бюджетно-налоговая политика носит проциклический характер).

12. Анализ влияния шоков доходов на бюджетные переменные осложняется двумя эконометрическими проблемами: смещением из-за одновременности и возможностью частых структурных пробелов. Первая проблема возникает потому, что не только доход влияет на бюджетно-налоговую политику, но и эта политика влияет на доход. Это смещение из-за одновременности затрудняет и делает проблематичным толкование любой регрессии бюджетных переменных по доходу. Вторая проблема частых структурных пробелов потенциально важна в России,

пережившей масштабные структурные преобразования за последнее десятилетие экономических реформ. Такие перемены сделали бы проблематичным объяснение региональной динамики при помощи единой панельной регрессии, принимающей параметры за константы во времени.

13. **Что касается первой проблемы — смещения из-за одновременности, то разные авторы приняли различные идентификационные стратегии для ее решения.** Например, Blanchard and Perotti (2002) полагались на данные с высокой периодичностью для определения влияния бюджетных расходов на доходы. Poterba (1994) построил специальный показатель бюджетных шоков на основе государственного прогноза бюджетных доходов. Другим возможным решением является использование инструментальных переменных.

14. **Используя всю имеющуюся информацию о структуре промышленности российских регионов и панельную структуру наших данных, мы применили альтернативную стратегию устранения смещения из-за одновременности, выявляя эксплицитные причины шоков для регионов.** Построены две переменные шоков, нефтяного шока и промышленного шока, которые должны отражать особенности российских регионов, описанные во введении. Ниже следует определение переменной нефтяного шока:

$$(\text{нефтяной шок})_{it} = (\text{доля нефти в региональном доходе})_{it-1} * (\text{цена нефти})_t,$$

где переменная доли нефти обозначает долю регионального дохода от сектора углеводородов за год $t-1$.⁵⁸ При таком построении регионы, специализирующиеся на секторе энергетики, испытают положительный шок при высоких ценах на нефть. Аналогичным образом, переменная промышленного шока равняется доле регионального дохода, полученного от обрабатывающей промышленности за год $t-1$, умноженной на реальный обменный курс. Реальный обменный курс должен учесть конкуренцию иностранных компаний — повышение реального обменного курса создает отрицательный шок для регионов, производящих внешнеторговые товары. Обе переменные шоков экзогенны по отношению к бюджетно-налоговой политике любого региона, поскольку они зависят от структуры промышленности предыдущего года, реального обменного курса и цены на нефть.

Таблица 1. Региональный экон. рост и региональные шоки

	Фиксир.эффекты	Arellano-Bond
Нефтяной шок t	1,64 ***	
Промышленный шок t	-0,11 **	
Разница в росте ВВП $t-1$		-0,04
Разница в нефтяном шоке t		2,28 ***
Разница в пром. шоке t		0,23 ***
Константа	2,85	1,98 ***
Число наблюдений	760	608
Число регионов	76	76

** p<.05; *** p<.01

⁵⁸ Использовано значение структуры доходов с лагом, с тем чтобы избежать проблемы механического роста номинального дохода при экспансии нефтяного сектора.

15. **Применение двух типов панельной регрессии для проверки оказания этими переменными шоков какого-либо влияния на экономический рост регионов.** Результаты приводятся в таблице 1. Регрессия, учитывающая фиксированные эффекты, которые принимают во внимание ненаблюдаемые характерные для регионов факторы, подтверждает их значительную корреляцию с местными шоками и дает ожидаемые знаки. Такие же результаты получаются при введении динамических эффектов, в том числе зависимых переменных с лагом.⁵⁹

16. **Что касается второй проблемы — структурных пробелов, этот вопрос заслуживает особого внимания согласно экономической литературе, посвященной российским реформам.** Наблюдалось большое разнообразие источников региональных доходов и схем расходов на протяжении времени из-за частых изменений институциональных механизмов де-юре и де-факто за последнее десятилетие (Lavrov and others, 2000, Martinez-Vazquez and Boex, 2000). В частности воздействие нефтяного и промышленного шоков на бюджет, вероятно, изменится. По этой причине проблематично применение панельной регрессии, принимающей параметры за константы на протяжении времени. Кроме того, временной промежуток периода анализа недостаточно продолжителен для применения стандартных методов временных рядов.

17. **Эта проблема решается применением нескольких структурных регрессий за каждый анализируемый год.** После идентификации двух экзогенных переменных шоков применяется нижеследующая сокращенная форма регрессии:

$$\left(\frac{\text{чистые трансферты}}{\text{доход}} \right)_i = \text{константа} + \alpha (\text{нефтяной шок})_i + \beta (\text{промышленный шок})_i,$$

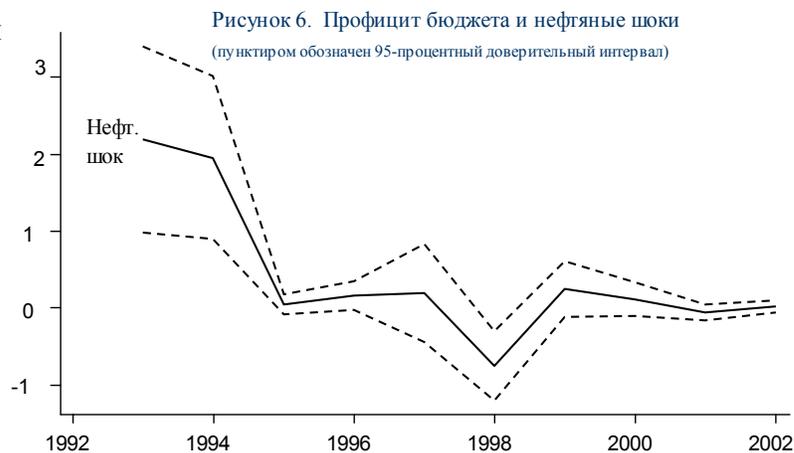
где i относится к региону i . Построение переменных шоков поясняется выше. Эта спецификация используется в десяти структурных регрессиях — по одной за каждый год.

18. **Циклическое поведение профицитов региональных бюджетов проверялось следующим образом.** Предположим, что региональные органы управления проводят антициклическую бюджетно-налоговую политику. Тогда значение коэффициента α должно быть положительным, поскольку профицит бюджетов богатых нефтью регионов должен увеличиться при повышении цен на нефть по мере сбережения дополнительных доходов, тогда как профицит ненефтяных регионов должен остаться в целом без изменений или может даже незначительно увеличиться благодаря внешним эффектам. Точно так же значение коэффициента β должно быть отрицательным при антициклической политике, поскольку из этого следует, что профицит бюджета

⁵⁹ Во второй панельной регрессии использована методология Arellano-Bond, которая избегает проблемы непоследовательности в динамических панелях с фиксированными эффектами (Arellano and Bond, 1991).

региона с высоким уровнем индустриализации должен снизиться при ревальвации рубля в реальном выражении.

19. Результаты регрессии решительно указывают, что регионы не проводят антициклическую бюджетно-налоговую политику. На рисунке 6 показаны коэффициенты α с 1993 по 2002 год; на том же графике показаны два коридора стандартного отклонения. За исключением первых двух лет и кризисного 1998 года, значение коэффициента α было близко к нулю, а значит регионы не проводили антициклическую бюджетно-налоговую политику в отношении нефтяных шоков. Аналогичная картина наблюдается в реакции бюджета на промышленные шоки.



20. Основное воздействие цен на нефть на региональные расходы проявляется в доходной части. Применяется та же регрессия, что и выше, на этот раз с использованием собственных доходов регионов в качестве зависимой переменной. Результаты показывают, что собственные доходы регионов очень чувствительно реагируют на цены на нефть (Рисунок 7).⁶⁰ Значение коэффициента, равное 1 в регрессии, означает, что при повышении цен на нефть на один доллар



дополнительные доходы в регионе, в котором на нефтяной сектор приходится четверть общей суммы региональных доходов, составляли более половины процентного пункта региональных доходов в 1998 году и более $\frac{1}{4}$ процентного пункта в 2000 году.

⁶⁰ Собственные доходы региона по определению равны общей сумме доходов за вычетом федеральных денежных трансфертов. Безденежные расчеты между федеральным правительством и региональными органами управления, нередко проводившиеся в большом объеме в период до кризиса, не вычитаются при расчете собственных доходов региона, поскольку они по существу являются отражением в учете целевых федеральных расходов весьма неопределенной стоимости.

Региональные органы управления могли получать относительно большую долю нефтяных доходов по 1998 год включительно. При этом, как и в других исследованиях, мы обнаружили, что федеральное правительство постепенно забирало нефтяные доходы с 1998 года. Этот эффект измеряет и прямое, и косвенное воздействие нефтяного бума, и потому не может непосредственно сопоставляться с исследованием на уровне страны, в центре которого стояло только прямое воздействие цен на нефть (Kwon, 2003).

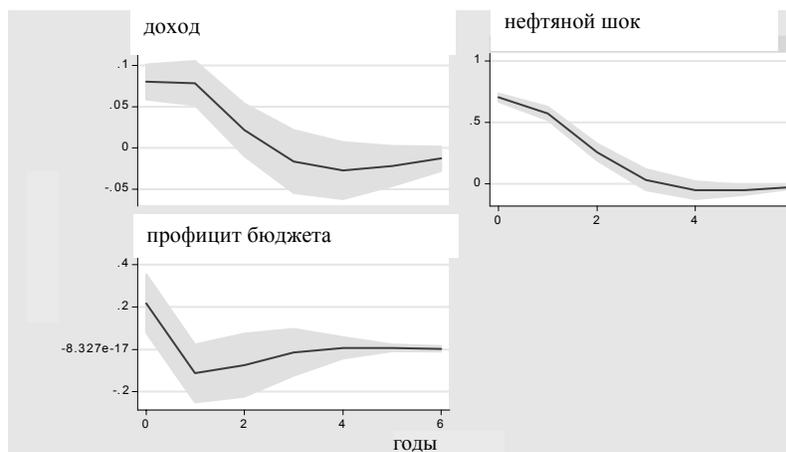
21. Рассмотрена и реакция регионов на нефтяной шок в динамике.

Для охвата динамики корректировки на нефтяной шок оценена структурная панель VAR, включающая нефтяной шок, доход и профицит бюджета. Учитываются два годовых лага и региональные условные переменные. Это структурная VAR,

поскольку не учитывается реакция других переменных на нефтяной шок.⁶¹ Порядок переменных (нефтяной шок, доход, профицит бюджета) предполагает, что бюджетно-налоговая политика не оказывает одновременного влияния на доход, хотя может повлиять на него с лагом. Соответствующие функции реакции на импульс показаны на рисунке 8. Типичный нефтяной шок сразу влияет и на доход, и на профицит бюджета. Но уже на второй год после шока профицит бюджетов исчезает, тогда как воздействие на доходы более устойчиво. Согласно этим результатам, региональные органы управления, воспользовавшиеся бумом, двигателем которого была нефть, особенно до 2000 года, использовали бюджетные доходы на финансирование местных расходов при пренебрежимо малом чистом воздействии цен нефти на профицит региональных бюджетов. Это соответствует незарегистрированному заключению, согласно которому расходы региональных бюджетов очень близки к доходам этих бюджетов.

22. Наш вывод, согласно которому региональные органы управления проводят проциклическую бюджетную политику, соответствует институциональной структуре. В России большинство регионов не пользуется

Рисунок 8. Реакция на импульс при положительном нефтяном шоке (серым обозначен 90-процентный доверительный интервал)



⁶¹ Обратите внимание, что наш предыдущий анализ показал важные структурные пробелы в выборке. Кроме того, данные позволяют провести анализ только за 10 лет. Результаты настоящего раздела следует рассматривать с этими оговорками.

большой свободой в формулировании и проведении бюджетно-налоговой политики (Lavrov, Litwack, and Sutherland, 2001; OECD, 2001). Им недостает налоговой автономии, а их полномочия на заимствование резко ограничены. Задания по расходам, в основном возложенные федеральным правительством, значительно превышают имеющиеся ресурсы в большинстве регионов, и разрыв только частично покрывается федеральными трансфертами.⁶² Из этого следует, что у регионов нет достаточных стимулов к улучшению своей бюджетной ситуации — им грозит утрата федеральной помощи или получение дополнительной нагрузки в виде расширения обязанностей по расходам (Zhuravskaya 1998, Martinez-Vazquez and Boex, 2000, Litwack 2002). В результате расходы в основном исходят из наличия доходов, и регионы обычно тратят непредвиденные доходы во время бума, вместо того, чтобы их сберечь. Из этого неизбежно следует снижение расходов при спаде экономики.

23. Проводимые в настоящее время масштабные реформы межбюджетных отношений могут помочь придать региональной бюджетно-налоговой политике более антициклический характер. Реформа направлена на расширение бюджетной автономии субнациональных органов управления при сохранении или даже укреплении политики подотчетности. К настоящему времени достигнуты значительные успехи. В конце 2003 года приняты два основных закона. Кроме того, в 2004 году ожидается принятие поправок к налоговому и бюджетному кодексам в соответствии с новыми принципами расширенной бюджетной автономии местных органов самоуправления (См. подробности во врезке 1).

D. Роль центральных правительств в амортизации региональных шоков

24. Одним из инструментов смягчения воздействия региональных шоков, имеющихся в распоряжении центральных правительств, является право на социальные пособия. Эти выплаты, такие как пособия по безработице и программы минимальных пособий с проверкой на нуждаемость, автоматически растут при экономическом спаде и снижаются во время бума. В США, например, на чувствительно реагирующие на безработицу программы, такие как компенсация по безработице и субсидии на продовольствие, приходится большая часть циклических компонентов государственных расходов. Эти циклические расходы обычно значительны в развитых экономиках; расходы только на программы рынков рабочей силы в странах ОЭСР в среднем превышают 2 процента ВВП, хотя чувствительность таких расходов к экономическим циклам неодинакова в разных странах и зависит от характера программы.

⁶² Подробности см. в главе IV, «Основные вопросы налогово-бюджетной политики на 2005 год: оценка.»

Врезка 1. Реформа межбюджетных отношений

Одной из первоочереднейших задач президентства Путина является реформа межбюджетных отношений. План реформы подготовлен в конце 2002 года Президентской комиссией во главе с г-ном Козаком, который в то время был заместителем главы Президентской администрации, а теперь стал руководителем аппарата правительства в ранге министра. План стал законом в конце 2003 года, когда парламент принял два основных закона, в том числе Закон об общих принципах организации местного самоуправления (№121-ФЗ) и поправку к Закону об общих принципах организации судебных и исполнительных органов госвласти субъектов Российской Федерации (№95-ФЗ).

По существу реформа направлена на содействие бюджетной автономии субнациональных органов управления с сохранением политики подотчетности. Законы, например, расширяют автономию муниципальных органов, включая полную свободу в определении заработной платы работников местных органов управления, разрешая при этом региональным органам управления брать на себя местное управление в случае бюджетной неплатежеспособности местных органов управления. Законы также создают четвертый уровень органов управления в рамках муниципалитетов с целью упрощения распределения расходов.

Правительство также подготовило поправки к Бюджетному кодексу и Налоговому кодексу в соответствии с новыми принципами местных органов самоуправления. Законопроекты, принятие и постепенное применение которых ожидается в 2004 году, предусматривают:

- упрощение расходных полномочий между разными уровнями органов управления;
- формулирование правил и процедур расходных полномочий;
- пояснение механизмов распределения налогов между федеральным, региональным, муниципальным и субмуниципальным или расчетным уровнями;
- пояснение правил и процедур временного принятия на себя местного управления региональными органами управления;
- формулирование правил и процедур финансовых трансфертов между нижними уровнями органов управления.

25. **В России, однако, влияние этих стабилизаторов, основанных на расходах, на региональные экономики незначительно, если вообще существует.** Во-первых, пособия по безработице фактически относятся к незащищенным, а не к защищенным статьям расходов, и в значительной степени зависят от наличия доходов. Во-вторых, общая сумма расходов на пособия невелика, составляя менее трети одного процента ВВП, что значительно ниже этого показателя в странах ОЭСР и даже ниже, чем в продвинутых переходных экономиках (Всемирный банк, 2002). Поэтому неудивительно, что, по оценкам, уровень зарегистрированной безработицы составляет менее 15 процентов безработицы в целом. В-третьих, другие программы социальных пособий еще менее чувствительны к региональным экономическим циклам, поскольку такие пособия, нередко выплачиваемые в натуральном выражении, обычно основаны на возрасте, профессии и других специальных критериях (в частности, инвалидности), а не на уровне дохода.

26. **К другим инструментам, с помощью которых центральные правительства могут сглаживать региональные шоки, относятся налоговые механизмы и федеральные трансферты.** Например, в США органы управления штатов имеют независимые полномочия по налогообложению и вводят свои собственные налоги, а также устанавливают их ставки. Подоходный налог с физических лиц, один из самых широко распространенных и важных налогов штатов, является автоматическим стабилизатором, поскольку граждане штатов, переживающих экономический спад, платят меньше подоходных налогов. В Европейском союзе прямые трансферты из Брюсселя имеют определенный стабилизирующий эффект в долгосрочной перспективе.

27. **Налоговая система в России, однако, не имеет значительного стабилизирующего эффекта.** Подоходный налог с юридических лиц и подоходный налог с физических лиц, важные источники региональных доходов, относятся к федеральным налогам, ставки, базы и правила распределения которых определяются федеральными властями. Кроме того, налоговая конкуренция между региональными органами управления, особенно в сфере доходов юридических лиц, ограничивает потенциальное стабилизирующее воздействие подоходных налогов, мешая региональным органам управления собирать больше подоходных налогов во время экономического подъема. Налоги на прирост капитала и имущество, имеющие крайне циклический характер, пренебрежимо малы из-за недостаточного развития рынков недвижимости и неадекватного администрирования налогов. Поступления от нефтяных налогов, самых циклических из налогов, распределяются в основном в федеральный бюджет.

28. **Этими институциональными механизмами объясняется то, что федеральные трансферты остаются потенциально наиболее эффективными инструментами амортизации региональных шоков.** На практике федеральное правительство предоставляет крупные суммы финансовой помощи регионам с 1994 на основе формулы, несмотря на нередкое использование и других каналов предоставления помощи, в некоторые годы превосходившее пользование каналом, основанным на формуле (Trounín, 2001). Сомнительно, правда, что федеральные трансферты в их нынешней форме, смогли бы сыграть важную роль в ослаблении неустойчивости экономики регионов. Формула, несмотря на ее достоинства, заключающиеся в прозрачности и бюджетной дисциплине, исходит из условного налогового потенциала и потребностей в расходах, которые, в свою очередь, отражают данные прошлых периодов со значительными лагами и нереальными законодательными нормами. Более существенная задача вытекает из характера федеральных трансфертов, призванных ликвидировать прорывы, и ежегодного процесса корректировки, которые служат отрицательным стимулом для регионов к активизации работы по сбору налогов.

29. **Центральное правительство может пожелать предоставлять трансферты субнациональным органам по трем основным экономическим причинам:**

- **Гранты на цели выравнивания.** При значительном разрыве подушевых доходов между регионами, центральный орган может рассмотреть финансирование структурных фондов для помощи развитию менее богатых регионов. Примером таких грантов на цели выравнивания служат Структурные фонды в Европейском союзе.
- **Страховые трансферты.** Если регион испытывает временный шок, такой как природное бедствие или закрытие важной отрасли, центральное правительство может решить предоставить этому региону компенсацию в виде «страховки.» Примерами таких трансфертов служат чрезвычайные федеральные средства в США. Эти трансферты эквивалентны страховому полису местные органов управления и управляются центральным правительством.
- **Постоянные трансферты.** В случае расхождения между местными заданиями по расходам и местным финансированием, центральное правительство может покрыть разрыв с помощью трансфертов. Эти трансферты производятся даже без региональных шоков или неравенства доходов между регионами. Примером таких трансфертов служат гранты общего назначения, предоставляемые федеральным правительством США штатам и позволяющие им выполнить свои задания по социальным расходам после реформы социального обеспечения в 1996 году.

30. Для изучения детерминант политики трансфертов в России производится оценка следующей спецификации:

$$\left(\frac{\text{чистые трансферты}}{\text{доход}} \right)_i = \text{константа} + \alpha (\text{подушевой доход})_i + \beta \ln (\text{нефтяной шок})_i + \gamma (\text{чистый подушевой доход})_i$$

Параметр α должен учесть степень грантов на цели выравнивания. Бедные регионы должны получать больше трансфертов для финансирования местных инвестиционных проектов. Параметр β должен учесть страховые трансферты; регион, испытывающий отрицательный нефтяной шок, должен получить больше трансфертов. Наконец, параметр γ должен учесть третью причину трансфертов; регионы, имеющие меньше доходов на покрытие своих обязательств по расходам, должны получить больше трансфертов. Этот последний коэффициент является только весьма грубым приближением последней причины трансфертов, поскольку он предполагает одинаковое задание по расходам на душу населения во всех регионах. Как и раньше, оцениваются несколько структурных регрессий.

31. На рисунке 9 изображен график расчетного параметра α за каждый год. Он показывает, что чувствительность региональных трансфертов к подушевым региональным доходам усилилась, то есть с течением времени пропорционально возросли трансферты, получаемые более бедными регионами.

Примечательно усиление в поздних периодах эффектов выравнивания, учтенных в α . Это соответствует улучшению работы Фонда финансовой поддержки регионов (ФФПР) после кризиса 1998 года (Martinez-Vazquez and Voex, 2000).

32. На рисунке 10 показаны результаты для параметра β . Если обоснованием трансфертов было страхование, то значение этого коэффициента должно быть значимо отрицательным. Но если, из соображений политической экономии, богатые нефтью регионы, лучше умеющие отстаивать свои интересы, получают дополнительные трансферты во время нефтяного бума, тогда значение этого коэффициента должно быть положительным. Рисунок 10 не дает твердых доказательств какого-либо

объяснения. В трансфертах скорее видна положительная корреляция с нефтяными шоками в периоды слабости центрального правительства, как в 1998 году.

Рисунок 9. Трансферты и уровень доходов
(пунктиром обозначен 95-процентный доверительный интервал)

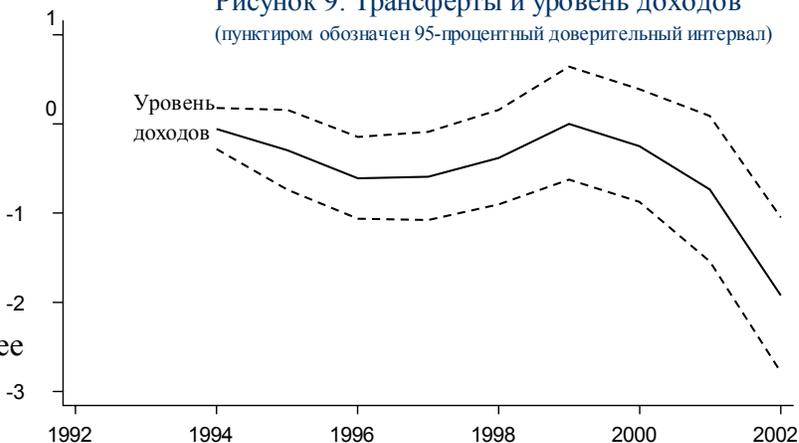


Рисунок 10. Трансферты и нефтяные шоки
(пунктиром обозначен 95-процентный доверительный интервал)

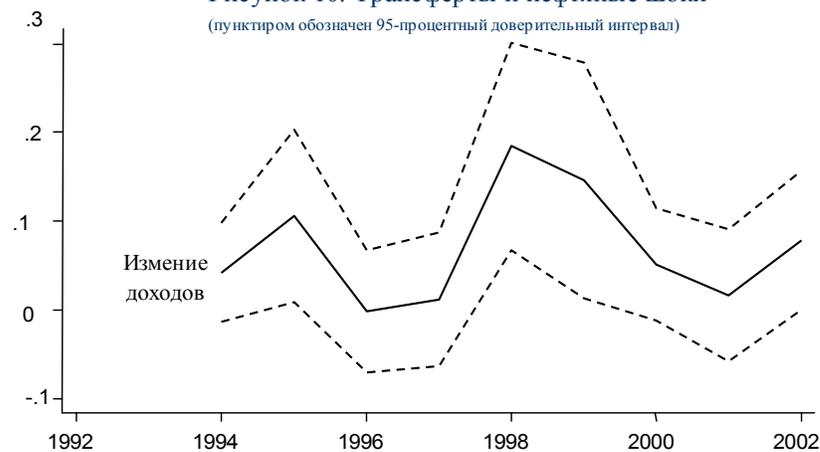
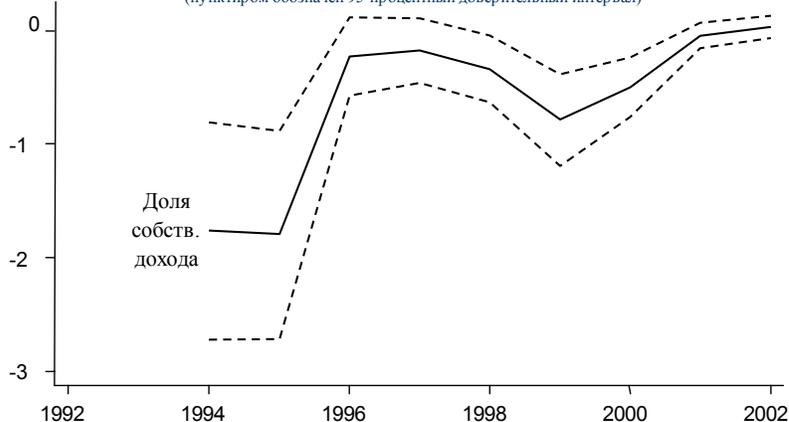


Рисунок 11. Трансферты и доходы
(пунктиром обозначен 95-процентный доверительный интервал)



33. **Наконец, рисунок 11 служит иллюстрацией коэффициента γ на протяжении времени.** Коэффициент γ почти всегда имеет значимо отрицательное значение, указывая на то, что регионы, имеющие меньше доходов, получают больше трансфертов, даже после внесения поправки на уровень доходов и нефтяные шоки.

Е. Выводы

34. **В настоящей главе приведены эмпирические данные, согласно которым российские регионы в значительно большей степени подвержены шокам региональных доходов, чем США и 15 стран ЕС.** Этот вывод отражает неравномерность распределения природных ресурсов между российскими регионами в сочетании с советским наследием в виде искаженной региональной специализации. Также выяснилось, что степень подвижности рабочей силы, связанной с региональными шоками, значительно ниже в России, чем в США, и это подчеркивает значение бюджетно-налоговой политики в России для решения проблемы давлений, вызывающих спад или перегрев экономики в регионах.

35. **Несмотря на центральное значение бюджетно-налоговой политики в амортизации региональных шоков, наше исследование панельных данных показывает, что бюджетно-налоговая политика на региональном уровне в России в основном носит проциклический характер.** В частности, результаты наших регрессий, использующих множества региональных данных в большом объеме, указывают на сильную корреляцию региональных доходов и расходов с нефтяными шоками, хотя эта закономерность нестабильна во времени из-за изменений нефтяных налогов. Федеральные трансферты, по всей видимости, не играют важной роли в амортизации шоков, причем экономические факторы не дают четкого объяснения размеров трансфертов. Для экономической политики явно напрашивается вывод, согласно которому нейтральный курс бюджетной политики достигим на уровне сектора государственного управления только при достаточно антициклическом характере бюджетно-налоговой политики федерального правительства, который компенсировал бы проциклическую бюджетно-налоговую политику регионов.

36. **Эти данные о проциклической региональной политике отражают, по нашему мнению, недостаточное развитие налоговой системы, отсутствие расходов антициклического характера на социальное обеспечение и жесткие межбюджетные механизмы,** которые не предоставляют субнациональным органам управления достаточной свободы и стимулов для реагирования на региональные шоки. Кроме того, слабая и фрагментированная банковская система — многочисленные мелкие банки, неразвитые межбанковские рынки и фактическое отсутствие синдицированных кредитов — усугубляет, а не ослабляет уязвимость регионов, хотя вопрос финансового сектора выходит за рамки нашего исследования.

37. Устойчивость оживления экономики после кризиса 1998 года, наряду с признаками незначительной подвижности рабочей силы и сильной изменчивостью региональных доходов, указывают, что следует уделять **больше внимания**

необходимости в адекватных инструментах амортизации шоков на региональном уровне. Отсутствие автономии бюджетно-налоговой политики субнациональных органов управления, вероятно, было вполне обосновано в предыдущие годы, когда основными приоритетами экономической политики были устойчивость бюджета и борьба с инфляцией. В те годы также было обосновано беспокойство по поводу «мягких бюджетных ограничений» субнациональных органов управления. Но, в свете сложившейся устойчивой экономической ситуации, желательно было бы перенести упор с управления кризисами на макроэкономическую стабильность. Проводимые в настоящее время масштабные реформы межбюджетных отношений, направленные на содействие бюджетной автономии регионов при сохранении подотчетности, являются в этом смысле шагом в нужном направлении.

38. **Наконец, проведенное нами исследование показывает значение устранения препятствий для подвижности рабочей силы.** В настоящее время подвижность рабочей силы очень ограничена системой правил и жилищных субсидий. При вполне желательном предоставлении определенной системы мер социальной защиты, сильное вмешательство в функционирование рынков жилья может затянуть процессы корректировки. Реформы жилищных субсидий не только сэкономят бы некоторую часть государственных расходов, но и способствовали бы повышению эффективности рынков труда.

Литература

- Andrienko, Yuri and Sergei Guriev, 2003, "Determinants of Interregional Mobility in Russia: Evidence from Panel Data," Moscow, CEFIR, *mimeo*.
- Arellano, M. and S. Bond, 1991, "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations," *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 277–97.
- Blanchard, Olivier, and Lawrence Katz, 1992, "Regional Evolutions" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 1–61.
- Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4, pp. 1329–68.
- Decressin, Jörg, and Antonio Fatás, 1995, "Regional Labor Market Dynamics in Europe," *European Economic Review*, Vol. 38, pp. 1627–55.
- Desai., M. Raj, Lev Freinkman, Itzhak Goldberg, 2003, "Fiscal Federalism in Rentier Regions: Panel Evidence from Russia," *mimeo*.
- Hill, Fiona and Clifford G. Gaddy, 2003, *The Siberian Curse: How Communist Planners Left Russia Out in the Cold* (Washington: Brookings Institution Press).
- IMF, 1997, *Fiscal Federalism in Theory and Practice*, ed. by Teresa Ter-Minassian, (Washington: International Monetary Fund).
- Kwon, Goohoon, 2003, "Post-crisis Fiscal Revenue Developments in Russia: From an Oil Perspective," *Public Finance and Management*, Vol. 3 (4), pp. 505–530.
- Lavrov, Alexei, John Litwack, and Douglas Sutherland, 2001, "Fiscal Federalist Relations in Russia, A Case for Subnational Autonomy," OECD Centre for Cooperation with Non-Members Working Paper (Paris: OECD).
- Litwack, John, 2002, "Central Control of Regional Budgets: Theory with Applications to Russia," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 30, pp. 51–75.
- Martinez-Vazquez, Jorge, 2002, "Asymmetric Federalism in Russia: Cure or Poison?" Georgia State University, Working Paper No. 03–04.
- Martinez-Vazquez, Jorge, and Jameson Boex, 2000, *Russia's Transition to a New Federalism* (Washington: World Bank).

Mauro, Paolo, Eswar Prasad, and Antonio Spilimbergo, 1999, “*Perspectives on Regional Unemployment in Europe*” IMF Occasional Paper No. 177 (Washington: International Monetary Fund).

OECD, 2001, “Fiscal Federalist Relations: Recent Trends and Prospects,” *2001 Economic Review—Russian Federation* (Paris: OECD).

Poterba, M. James, 1994, “State Responses to Fiscal Crises: the Effects of Budgetary Institutions and Politics,” *Journal of Political Economy*. Vol. 102, No. 4, pp. 799–821.

Trounin, Ilya, 2001, “Tendencies in the Federal Budget Financial Aid Allocation to the Subjects of the Russian Federation: 1992–2001,” in: *Fiscal Federalism in Russia: Problems, Theory, and Experiences* (Moscow: Consortium for Economic Policy Research and Advice).

World Bank, 1994, *Russia and the Challenge of Fiscal Federalism*, ed. by Christine I. Wallich (Washington: World Bank).

———, 2001, “Decentralization in the Transition Economies: Challenges and the Road Ahead,” (Washington; World Bank).

———, 2002, *The Russian Labor Market: From Crisis to Recovery*, January, *mimeo* (Washington: World Bank).

Zhuravkaya, Ekatherina, 1998, “Incentives to Provide Local Public Goods: Fiscal Federalism, Russian Style,” Working Paper No. 99/15, Economics Education and Research Consortium Working Paper Series.