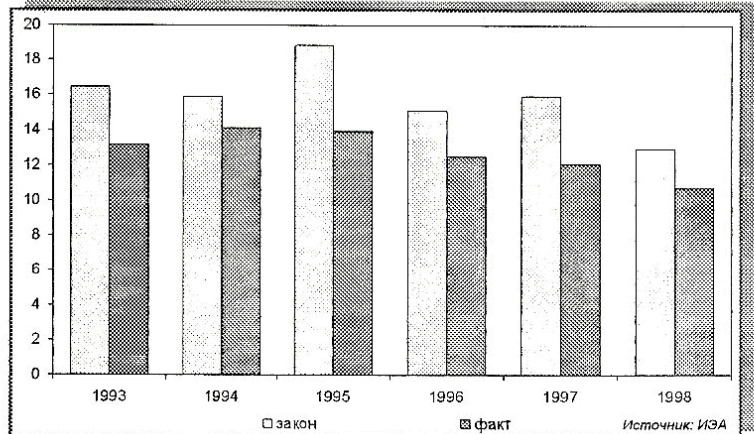


ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС В РОССИИ

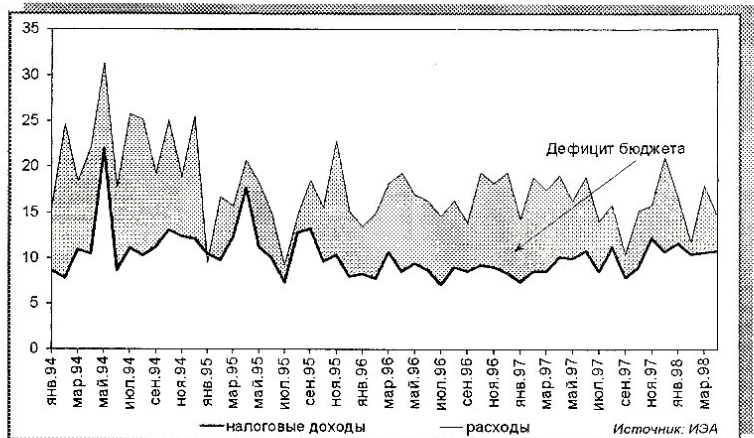
Законы о федеральном бюджете традиционно нереалистичны.

График 1. Доходы федерального бюджета в % к ВВП согласно законам о бюджете и фактически



Превышение расходов федерального бюджета над доходами ведет к сохранению бюджетного дефицита.

График 2. Налоговые доходы и расходы федерального бюджета в % к ВВП



Наличие дефицита бюджета ведет к наращиванию государственного долга.

График 3. Государственный долг, оформленный ГКО и ОФЗ, в % к ВВП

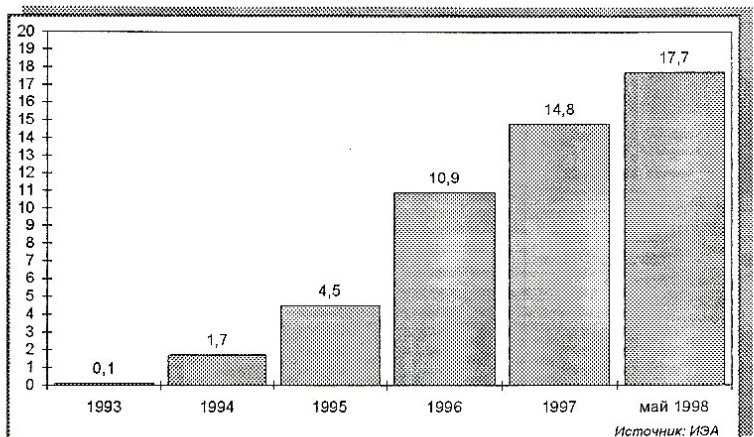
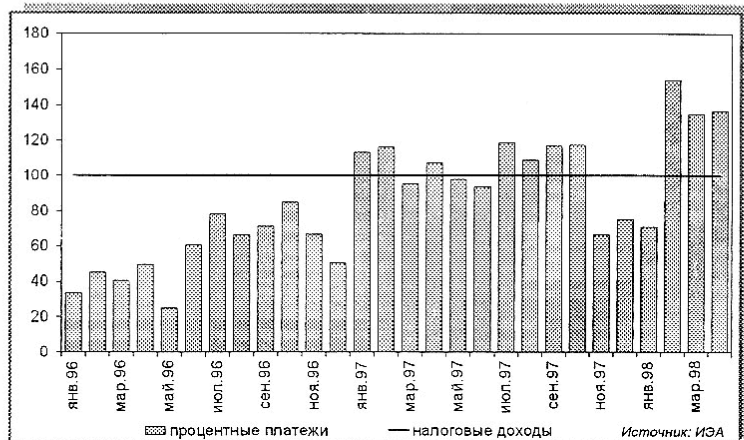
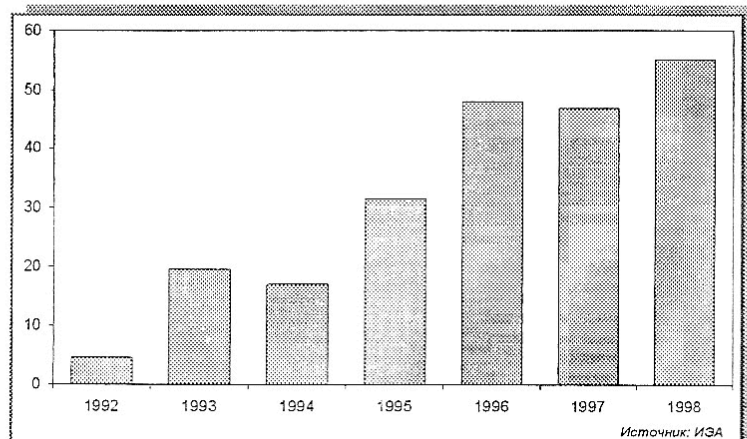


График 4. Потребность в обслуживании долга в % к налоговым доходам федерального бюджета



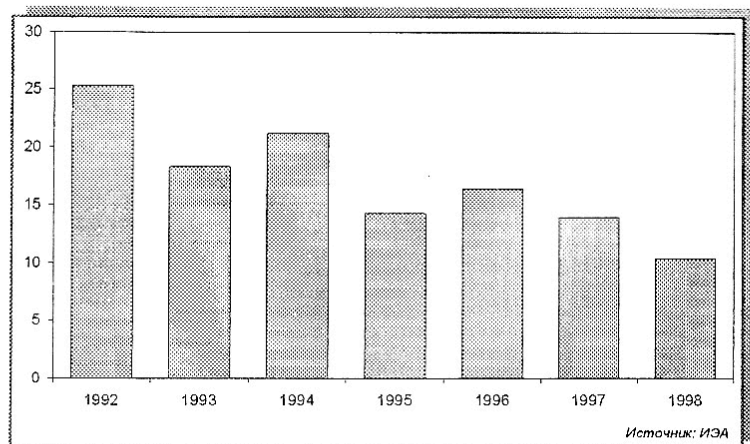
Увеличение государственного долга приводит к увеличению расходов на его обслуживание.

График 5. Процентные расходы по обслуживанию долга в % к налоговым доходам федерального бюджета



Поэтому процентные расходы по обслуживанию долга требуют для своего финансирования все большей части налоговых доходов федерального бюджета.

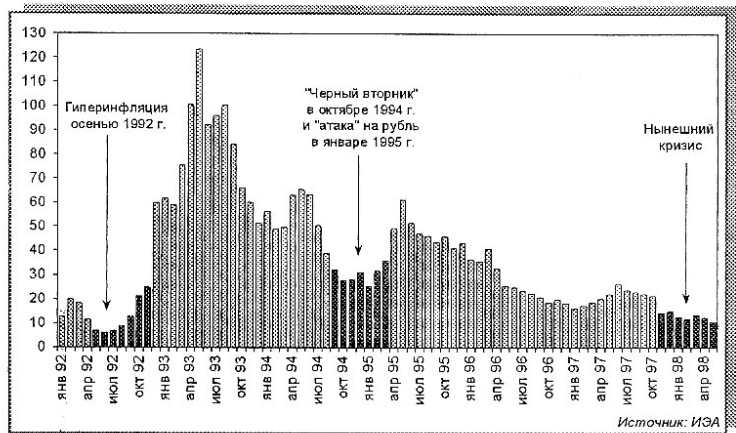
График 6. Непроцентные расходы в % к ВВП



В результате увеличения расходов на обслуживание долга непроцентные государственные расходы сокращаются относительно и абсолютно.

С о х р а н е н и е бюджетного дефицита при наличии валютного коридора ведет к потере валютных резервов. Обеспеченность рублевых активов валютными резервами сокращается, что обычно сопровождается увеличением темпов девальвации рубля.

График 7. Валютные резервы в % к рублевым активам



Сокращение валютных резервов почти неизбежно ведет к девальвации национальной валюты. Международные сопоставления демонстрируют возможность 50%-ной девальвации рубля.

График 8. Состояние валютных резервов и темпы девальвации в ходе валютных кризисов последнего времени

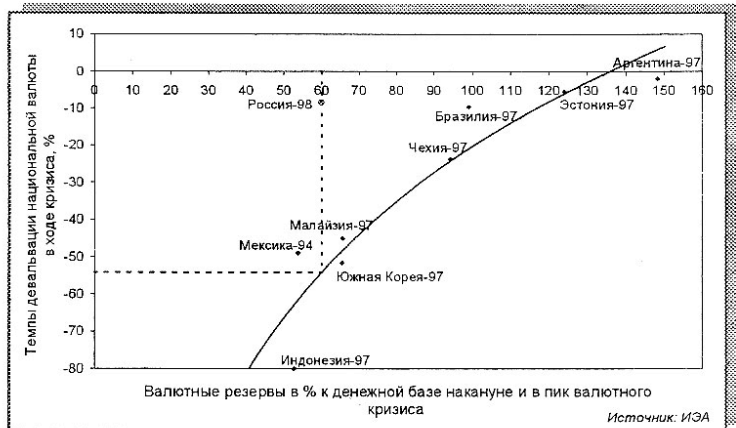
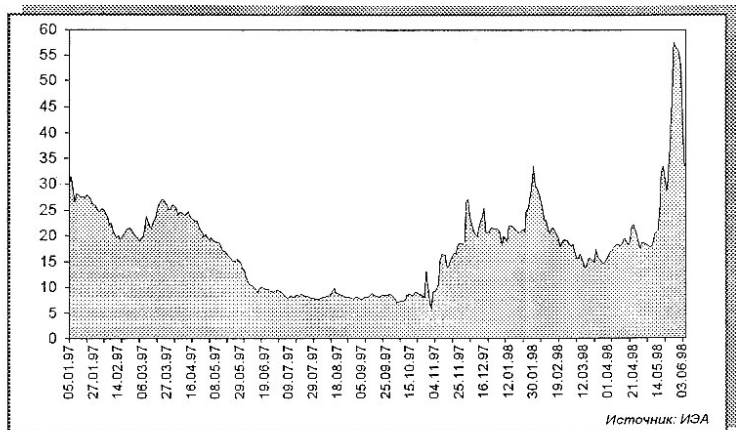


График 9. Разница в доходности между рублевыми и валютными долговыми инструментами России, процентные пункты

Рынок ощущает высокий риск возможной девальвации и поэтому повышает спрэд (разницу) в доходности между рублевыми и валютными долговыми инструментами России. Величина спрэда в условиях отсутствия заимствований на внутреннем рынке свидетельствует о масштабах ожидаемой рынком девальвации рубля.



Кроме того, нынешний уровень относительных цен в России довольно существенно отклоняется от соответствующих показателей стран приблизительно такого же уровня развития. Это означает, что сегодня рубль переоценен.

График 10. Уровень относительных цен в странах среднего уровня развития в 1997 г.

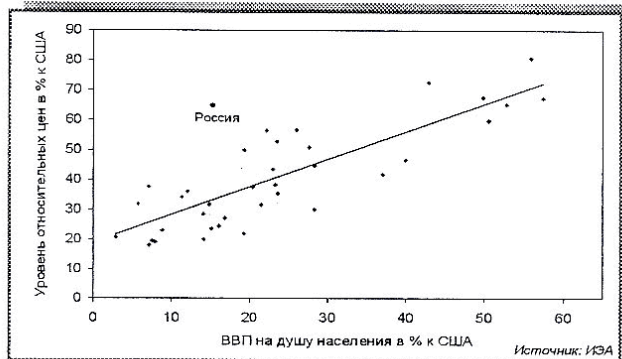
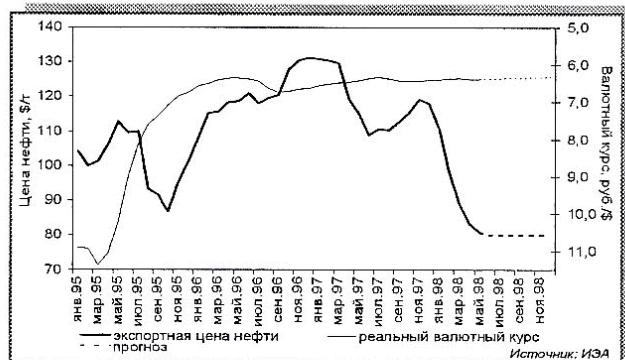
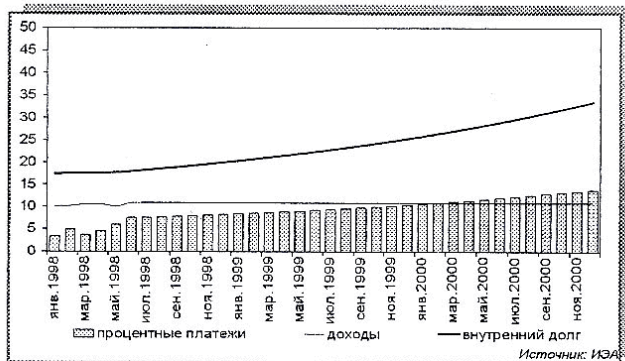


График 11. Экспортная цена российской нефти и реальный валютный курс (в ценах мая 1998 г.)



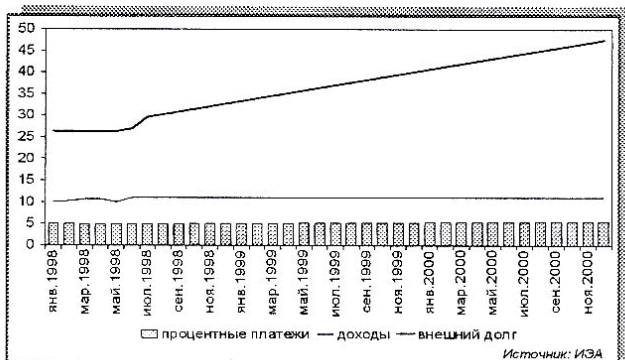
До конца 1997 г. переоцененность российского рубля (высокий реальный валютный курс) поддерживалась высокой экспортной ценой российской нефти. После падения цен на нефть такой «подпорки» больше нет. Это означает, что рубль обречен. Его девальвация неизбежна.

График 12. Налоговые доходы, процентные платежи, внутренний долг в % к ВВП (текущая ситуация)



Сложившаяся сегодня ситуация неизбежно ведет к долговому кризису. При сохранении политики, проводившейся в мае—июне 1998 г., процентные платежи по долгу превысят налоговые доходы федерального бюджета не позднее февраля 2000 г. При этом размеры внутреннего долга возрастут с 17,7% ВВП в мае 1998 г. до 33,4% ВВП к концу 2000 г.

График 13. Налоговые доходы, процентные платежи, внешний долг в % к ВВП (план правительства)



Осуществляемый правительством маневр с переносом финансирования дефицита бюджета с внутренних источников на внешние позволяет избежать долгового кризиса в ближайшей перспективе, но в гораздо большей степени увеличивает бремя внешнего долга. Его величина повысится с 26,4% ВВП в мае 1998 г. до 45,5% ВВП в 2000 г. Неизбежный в этом случае кризис внешней задолженности будет гораздо более тяжелым и более длительным, чем кризис, порожденный внутренним долгом.