

*А. ИЛЛАРИОНОВ,
кандидат экономических наук,
директор Института экономического анализа*

ПОЛИТИКА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ В I КВАРТАЛЕ 1995 ГОДА

Дефицит бюджета в I квартале 1995 г. составил около 3,5% валового внутреннего продукта (9,9 трлн. руб.). Это один из самых низких показателей за последние 4 года. Произошло резкое сокращение расходов федерального бюджета - они составили всего лишь 15,7% ВВП (в прошлом году было 18%), что свидетельствует о существенном ужесточении бюджетной политики.

Важен не только объем дефицита федерального бюджета, но и способ его финансирования. В I квартале 1995 г. чисто эмиссионное обеспечение дефицита бюджета - за счет кредита Центробанка - составило 3,5 трлн. руб. Оставшаяся часть - примерно 6,5 трлн. руб. - финансировалась за счет ценных бумаг, которые по своей природе не одинаковы. Из 6,5 трлн. лишь 1,5 трлн. руб. приходилось на доходы от государственных краткосрочных облигаций (ГКО), и только эту часть можно считать полностью неэмиссионным финансированием. Половина дефицита (примерно 5 трлн. руб.) была профинансирована за счет выпуска краткосрочных обязательств (КО) Министерства финансов. Согласно подходу Минфина, эти ценные бумаги выступают неэмиссионным источником финансирования. Но с точки зрения Международного валютного фонда такое финансирование является эмиссионным. В соглашение между российским правительством и МВФ в качестве условия предоставления резервного кредита включено требование прекратить к началу 1996 г. выпуск краткосрочных обязательств. Итак, пока можно сказать, что в I квартале лишь 15% дефицита бюджета покрывалось за счет неэмиссионных источников, а 85% - за счет эмиссионных источников.

Следующая проблема - *уровень инфляции*. В апреле уровень инфляции составил 8,5%, снизившись по сравнению с мартом всего на 0,4%. По предварительному прогнозу правительства ожидалось снижение до 6%. В течение последних недель причины сохранения высокого уровня инфляции находились в центре внимания специалистов, занимающихся макроэкономической политикой. С нашей точки зрения, таких причин три. Первая из них связана с сохранением достаточно высоких темпов прироста номинальной денежной массы (в последнем квартале 1994 г. от 6 до 8% в месяц). Вторая причина - лаг между ростом денежной массы и темпами возникающей в результате этого инфляции. В отличие от 1992 г. и большей части 1993 г. со второй половины 1994 г. этот лаг увеличился примерно до 6 месяцев. Поэтому на текущую инфляцию оказывает влияние денежная масса, созданная не в I квартале 1995 г., а в последнем квартале 1994 г. Кроме того, и это третья причина, важна не только денежная масса, находящаяся в обращении, но и скорость ее обращения. Сейчас же темпы обращения денег являются самыми высокими за последние 5 лет: порядка 10 раз в расчете на год. И тенденции к снижению скорости обращения денег пока не наблюдаются.

С сентября 1994 г. примерно по март 1995 г. темпы роста денежной массы были достаточно высокими, скорость денежного обращения не снижалась, поэтому довольно высокие темпы инфляции сохранились и в I квартале текущего года. Если исходить из темпов роста денежной массы и соответствующего лага, то можно прогнозировать сохранение инфляции на уровне 6-8% в течение ближайших месяцев.

Еще один аспект мер по финансовой стабилизации - *влияние ужесточения денежной политики на макроэкономические показатели и прежде всего на уровень реального производства*. В течение 8 месяцев - с июля 1994 г. по февраль 1995 г. - уровень реального производства оставался стабильным, что позволило правительству неоднократно заявлять о достижении стабилизации в реальном секторе.

Согласно осеннему (1994 г.) прогнозу ИЭА, ужесточение денежной политики неизбежно должно было привести к дальнейшему падению производства. Этот фактор уже начал сказываться: в марте 1995 г. объем промышленного производства снизился примерно на 6% по отношению к февралю, а в апреле - еще на 1% по сравнению с мартом. Очевидно, объем промышленного производства будет сокращаться и дальше, хотя и не теми темпами, которые наблюдались год - два назад. Причем на уровень промышленного производства пока влияет только ужесточение бюджетной и кредитной политики. Между тем в процессе переговоров с МВФ правительство пошло на принятие решений по либерализации рынка энергоресурсов и внешней торговли, что неоднократно называлось одним из крупнейших шагов по либерализации российской экономики. Оценку этого решения можно признать правомерной, однако при одном маленьком, но очень важном условии - если это решение проводится в жизнь и имеет определенные макроэкономические последствия. Главным признаком начала действия решения о либерализации внутреннего энергетического рынка должно было стать существенное возрастание темпов роста цен на энергоресурсы, особенно после марта 1995 г. В течение же I квартала цены на нефть составляли в январе - 35,5 долл. за 1 т, в феврале - 36 долл., в марте - 37,3 долл. и в апреле - 37,9 долл., или около 36% мирового уровня цен на нефть. Это означает, что по крайней мере до настоящего времени макроэкономического эффекта от либерализации цен на нефть мы не получили. Когда эффект все-таки наступит, то произойдет взлет цен на энергоресурсы.

Наконец, вопрос, связанный с *нынешним уровнем валютного курса*. Еще в конце января 1995 г. ИЭА выступил с заявлением, что правительство может пойти на введение фиксированного курса рубля. Состоявшаяся в обществе дискуссия на эту тему сделала, на наш взгляд, почти невозможным для правительства введение официального фиксированного курса, но позволила обеспечить его стабилизацию без официальной фиксации. В течение последних шести месяцев - с ноября 1994 г. по апрель 1995 г. Центробанк проводил политику искусственной девальвации рубля, понижая его курс с помощью рублевых интервенций примерно до 5 тыс. руб. за доллар. Одновременно скупались доллары, в результате чего за последние месяцы валютные резервы ЦБ возросли на несколько миллиардов долларов.

Накопление значительных валютных резервов и начавшийся массированный сброс долларов коммерческими банками сделали бессмысленным продолжение политики девальвации национальной валюты - она вызывает сохранение высоких темпов инфляции. Видимо, правительство и ЦБ провели подобный анализ и в конце апреля было принято решение о переходе к стабилизации валютного курса. Очевидно, в ближайшие 4 - 6 месяцев (а если жесткая денежная политика будет продолжаться, то и до конца года) валютный курс не будет сильно отличаться от нынешнего уровня. Таким образом, вполне реально поддерживать курс на уровне примерно в 5 тыс. руб. за доллар до того времени, пока внутренние цены не поднимутся в совокупном исчислении еще приблизительно на 60-70%. Если же рост цен не достигнет 70%, а курс рубля после некоторого периода стабилизации вновь начнет падать, то это будет означать лишь одно - Центральный банк вновь перешел к политике искусственной девальвации рубля и к наращиванию собственных валютных резервов.