

ОТ ТЕОРИИ К ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКЕ

Е.Т. Гурвич

к.ф.-м.н., руководитель Центра бюджетного анализа и прогнозирования Научно-исследовательского финансового института Министерства финансов РФ, научный руководитель Экономической экспертной группы (ЭЭГ) при Правительстве РФ

УЗЛЫ РОССИЙСКОЙ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Аннотация. В работе рассматривается эволюция бюджетной и денежно-кредитной политики в России, представленная в виде набора развилок в кризисные и послекризисные периоды. Исследуемые проблемы включают анализ способов адаптации к падению цен на нефть в 1998, 2008–2009 и 2014–2015 гг., выбор политики обменного курса, определение допустимой дискреционности бюджетной политики, поиски компромисса между снижением налогов и сохранением сбалансированности бюджета, а также между поддержкой экономического роста и восстановлением макроэкономической устойчивости.

Ключевые слова: бюджетная политика, макроэкономическая сбалансированность, режим обменного курса, финансовый кризис.

Классификация JEL: E58, E61, E62, E63, E65.

Введение

За 25 лет, прошедших с начала рыночных реформ, проводимая в нашей стране макроэкономическая политика претерпела качественные изменения. Ее эволюция на всех этапах сопровождалась серьезными спорами, и практически каждая принимаемая правительством или Центральным банком мера подвергалась острой критике. Стороны дискуссии демонстрировали очевидные расхождения в определении приоритетности различных целей, оценке последствий тех или иных мер и т.п. На столкновение различных экономических взглядов, разумеется, накладывалась и защита определенными группами бизнеса своих экономических интересов. Перечислим лишь некоторые из проблем, вызывавших (и все еще вызывающих) острые дискуссии:

- ▶ в первой половине 2000-х гг. шли споры между сторонниками агрессивного снижения налоговой нагрузки на бизнес и теми, кто считал приоритетом укрепление макроэкономической стабильности;
- ▶ в следующие десять лет активно обсуждались преимущества и недостатки слабого или сильного рубля и целесообразность сбережения нефтегазовых сверхдоходов;
- ▶ после 2014 г. негативно было воспринято длительное сохранение Банком России высокой ключевой процентной ставки, призванное «охладить» экономику.

На первый взгляд может показаться, что главный предмет разногласий состоит в выборе между двумя приоритетами: поддержкой экономического роста или укреплением макроэкономической стабильности. В эту версию укладываются многие темы – от создания Стабилизационного фонда и его последующего реформирования до перехода

к режиму инфляционного таргетирования. Однако на эти же проблемы можно взглянуть и под другим углом зрения. Ниже делается попытка рассмотреть некоторые важные эпизоды, когда правительство или Центральный банк, реагируя на крупные внешние или внутренние шоки либо осмысливая результаты прохождения шоковых периодов, вносили изменения в экономическую политику. Выбор вариантов макроэкономической политики (МП) в рассматриваемых «узлах» и сформировал тот ее вариант, который проводится в жизнь сегодня. Анализ альтернатив, возникавших на развилках, и стоявших за ними проблем помогает раскрыть логику шагов, из которых складывалась эволюция макроэкономической политики, и приглашает еще раз обсудить эти проблемы.

Финансовый кризис 1998 г.

Узел 1. Шок без адаптации

Развитие событий. В 1995 г. был создан рынок краткосрочных государственных облигаций (ГКО), в 1996 г. российское правительство впервые вышло на международный рынок капитала, успешно разместив суверенные еврооблигации. Тем самым стало возможным финансирование сохраняющегося бюджетного дефицита без печатания денег. Главной задачей в тот момент представлялось окончательное подавление инфляции, поэтому появление источника неинфляционного финансирования бюджетного дефицита дало правительству возможность отложить достижение бюджетной сбалансированности, отодвинуло данную цель на второй план. В 1996–1997 гг. дефицит федерального бюджета не только перестал снижаться (как это происходило в предыдущие годы), а даже несколько вырос, достигнув уровня 4,0% ВВП. При этом в 1997 г. был впервые после либерализации экономики зафиксирован ее рост, а инфляция замедлилась до уровня «всего» 11% (по сравнению с 22% в 1996 г. и 131% в 1995 г.). Это сформировало оптимистические ожидания, увеличило спрос российских и зарубежных инвесторов на государственные облигации, в результате чего процентные ставки на рынке ГКО/ОФЗ в III квартале упали до 16–17% (годом раньше они превышали 100%).

В январе 1998 г. началось резкое падение цен на нефть, спровоцированное финансовым кризисом в Юго-Восточной Азии. По итогам года средняя цена барреля упала до 11,8 долл. (или на 36% по сравнению с 1997 г.), снизились также цены на металлы и большинство других сырьевых товаров, экспортируемых Россией. Стали снижаться производство (в целом за 1998 г. спад составил 5,3%) и доходы федерального бюджета (с 14,7 до 12,4% ВВП) – таким образом, правительство оказалось перед необходимостью серьезно отреагировать на внешний шок.

Один вариант состоял в повышении налогов и сокращении государственных расходов. Правительство подготовило пакет предложений, которые должны были резко повысить бюджетную сбалансированность и, что не менее важно, восстановить доверие инвесторов. Однако подготовленные законопроекты не были поддержаны Государственной Думой, что оставило открытым лишь второй, более опасный путь – финансирование возросшего бюджетного дефицита. Однако дополнительная проблема состояла в том, что падение цен на углеводороды пробило брешь не только в бюджете, но и в платежном балансе: нефтегазовые доходы страны упали на 12% от общей стоимости товарного экспорта. Накануне описываемых событий рубль уже был несколько переоценен (что было типично для стран, использовавших обменный курс как якорь стабилизационных программ), поэтому инвесторы не без оснований ожидали его девальвации. В соответствии с принципом паритета процентных ставок они были готовы покупать рублевые облигации только при условии, если их доходность будет включать девальвационные ожидания (*Гурвич, Андрияков, 2006*). В феврале–апреле 1998 г. доходность ГКО/ОФЗ с погашением через год составляла около

30%, в мае она повысилась до 60%, а затем до 80%. Изменить ситуацию мог бы Центральный банк, проведя девальвацию рубля и устранив тем самым ожидания его будущего ослабления. Однако ЦБ решил поддерживать стабильность рубля, во-первых, не желая утратить хрупкие достижения борьбы с инфляцией, во-вторых, опасаясь увеличить бремя обслуживания внешнего долга для государства и частного сектора (Алексащенко, 2009). В итоге Банк России оказался вынужден раз за разом повышать ставку рефинансирования (до 50, затем 60 и 80%, а с 27 мая по 4 июня она на протяжении недели составляла даже 150%), приводя ее в соответствие со складывающимися на финансовых рынках процентными ставками. Как известно, 17 августа правительство объявило о дефолте по ГКО/ОФЗ и существенно расширило валютный коридор (с 5,2–7,0 до 6,0–9,5 руб. за долл.). В начале 1999 г. обменный курс составлял уже 23 руб. за долл. (почти в четыре раза выше, чем за год до этого), инфляция по итогам 1998 г. взлетела до 84%, что серьезно обесценило доходы населения.

Уроки и выводы. В ходе финансового кризиса 1998 г. правительство, ЦБ и Дума не сумели выработать сколько-нибудь адекватного ответа на испытанный российской экономикой масштабный негативный шок. Правительство не имело для этого ни резервов, позволяющих компенсировать потерю доходов, ни полномочий для осуществления сокращения расходов. Дума, вероятно, предпочла защищать не стабильность экономики, а интересы лоббистских групп, которые могли бы пострадать в случае реализации мер по бюджетной консолидации. Наконец, Банк России верил в то, что цены на нефть скоро вернуться к прежнему уровню и проблема будет снята. При этом необходимые решения по адаптации экономики к падению цен на нефть не были приняты, несмотря на крайне уязвимые исходные позиции:

- ▶ правительство не имело никаких резервов для покрытия выпадающих бюджетных доходов;
- ▶ бюджет исходно исполнялся со значительным дефицитом;
- ▶ дефицит финансировался за счет краткосрочных заимствований, поэтому каждый месяц необходимо было не только привлекать новые заимствования в размере дефицита, но и рефинансировать подлежащий погашению «старый» долг;
- ▶ к началу 2018 г. золотовалютные резервы (ЗВР) Центрального банка составляли лишь 18 млрд долл. (эквивалент трех месяцев товарного импорта).

Сочетание негативного внешнего шока, полного отсутствия запаса прочности, нежелания привести параметры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в соответствие с изменившимися условиями сделало правительство и ЦБ «заложниками» инвесторов – оставалось заимствовать на их условиях. Однако (как было исходно ясно) такая ситуация не могла долго продолжаться, и разрешилась она крайне болезненным полномасштабным кризисом.

Отметим, что отказ властей принимать остро необходимые, но казавшиеся им «неправильными» (или нежелательными), шаги привел к тому, что ситуация вышла из-под контроля, и в результате последствия по всем линиям оказались намного хуже тех, которых правительство и ЦБ пыталось избежать. Вероятно, обменный курс требовал коррекции не более чем на два рубля – но вместо 8 руб. стоимость доллара подскочила до 23 руб. При управляемой девальвации инфляция могла бы составить в 1998 г. примерно 20%, фактически же ее уровень превысил 80%. Сокращение бюджетных расходов в реальном выражении примерно на 10% в сочетании с увеличением доходов на 5% и девальвацией рубля, по всей видимости, позволяло избежать дестабилизации в бюджетной сфере и на финансовых рынках. Вместо этого правительству, потерявшему после дефолта на рынке ГКО/ОФЗ источники немонетарного финансирования бюджетного дефицита, пришлось за два года сократить реальную величину государственных расходов на 36% (!). Результатом кризиса стало падение (в реальном выражении) средней заработной платы на треть, средней пенсии на 42% и масштабное ухудшение всех других экономических показателей.

Период между двумя кризисами: 2000–2007 гг.

Узел 2. Можно и нужно ли управлять реальным обменным курсом?

Развитие событий. Правительство и Банк России извлекли серьезные уроки из опыта финансового кризиса 1998 г. Один из них состоял в необходимости повысить гибкость политики обменного курса – ЦБ перешел к режиму управляемого плавания рубля, чтобы иметь возможность корректировать обменный курс в ответ на изменение условий торговли, тем самым облегчая восстановление устойчивости платежного баланса и помогая экономике сохранять конкурентоспособность. Однако при этом ЦБ все же предпочитал достаточно редко изменять курс: за период 2000–2007 гг. стандартное отклонение среднемесячных значений курса доллара было равно 1,8 руб., а коэффициент вариации составил лишь 6% по сравнению со значением соответствующего показателя вариации цен на нефть 46%.

В эти годы активно обсуждалась возможность и целесообразность сдерживания процесса укрепления рубля. Цена на нефть выросла за рассматриваемый период вчетверо: с 17 долл./барр. в 1999 г. до 69 долл./барр. в 2007 г., и такое кардинальное изменение фундаментальных условий должно было повлечь серьезное повышение реального обменного курса рубля. Многие экономисты высказали мнение, что укрепление рубля ослабит конкурентоспособность российской продукции и будет сдерживать рост экономики (см., например: (Илларионов, 2002)). С другой стороны, стандартные представления заключаются в том, что денежные власти могут лишь ограниченное время поддерживать отклонение реального обменного курса от уровня, определяемого фундаментальными показателями (обзор исследований по данной теме дает С. Моисеев (Моисеев, 2008)). Применительно к условиям России подобный результат получили К. Сосунов и О. Замулин (Sosunov, Zamulin, 2007), которые показали, что масштабные интервенции Центрального банка, проводимые для занижения реального курса рубля, ускоряют инфляцию и тем самым ведут к его повышению.

Кроме того, в работе (Бланк, Гурвич, Улюкаев, 2006) было показано, что реальное укрепление рубля оказывает лишь ограниченное негативное воздействие на российскую экономику, а авторы работы (Гурвич, Соколов, Улюкаев, 2008) продемонстрировали, что значительная часть наблюдавшегося повышения реального обменного курса имеет объективную основу в виде роста конкурентоспособности российских производителей.

Банк России проводил в этот период компромиссную политику. В ежегодно принимаемых «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» неоднократно отмечалось, что курсовая политика Банка России учитывает, наряду с другими аспектами, ее влияние на внутреннюю и внешнюю конкурентоспособность российских товаров. Этот документ содержал количественные оценки пределов возможного изменения реального эффективного курса рубля – так, применительно к 2007 году они определялись в диапазоне от 0 до 10%. Центральный банк трактовал эти границы как желаемые с точки зрения поддержания ценовой конкурентоспособности, хотя и не брал обязательств не выходить за их пределы. В ряде исследований (Вдовиченко, Воронина, 2004; Esanov, Merkl, Vinhas de Souza, 2005) было показано, что обменный курс входит в число целевых показателей денежно-кредитной политики Банка России, играя существенную роль в ее формировании.

Уроки и выводы. Результатом проводившейся Центральным банком в 2000-е гг. политики сдерживания процесса номинального укрепления рубля, как и предсказывает экономическая теория, стало сочетание сравнительно стабильного номинального обменного курса (за 2000–2008 гг. доллар подорожал на 9% – меньше чем на 1% в год) с хронически высокой инфляцией (в среднем 14% в год). В итоге за девять лет реальный обменный курс рубля к доллару вырос в 2,2 раза. Банк России, таким образом, получил практическое подтверждение бесперспективности попыток управлять реальным обменным курсом. Вскоре было объявлено о начале перехода к режиму инфляционного таргетирования и плавающего обменного курса.

Узел 3. Дискреционная или ограниченная правилами бюджетная политика?

Развитие событий. Одна из важнейших проблем макроэкономической политики – выбор между дискреционными и «регулярными» (т.е. следующими установленным правилам) решениями. Опасность излишней свободы в части монетарной политики была раскрыта в классическом «принципе временной несостоятельности», показывающем, что денежным властям выгодно нарушать объявленные целевые ориентиры роста цен. Не менее фундаментальные проблемы возникают при использовании дискреционной бюджетной политики. Они связаны, во-первых, с избыточным наращиванием расходов, финансируемых за счет заимствований, и, во-вторых, с проведением проциклической политики бюджетных расходов, т.е. чередованием их повышения и сокращения в рамках бизнес-цикла. Непредсказуемые колебания бюджетных расходов требуют дополнительного перемещения ресурсов между секторами, увеличивают волатильность обменного курса, приводят к замораживанию части инвестиционных проектов и т.д. В итоге растут макроэкономические риски и замедляется экономический рост (McManus, Ozkan, 2015; Fatás, Mihov, 2008). При этом проблемы проциклической политики и избыточного накопления расходных обязательств тесно связаны между собой: первая из них быстро переходит во вторую, поскольку сократить расходы в периоды спада несоизмеримо труднее, чем увеличить в период подъема (эффект храповика).

За последнее десятилетие примерно у трети развивающихся стран произошел заметный сдвиг к контрциклической бюджетной политике (Frankel J. et al., 2013), однако во многих из них она остается проциклической. Эта проблема особенно остро стоит для стран-экспортеров нефти (Ossowski, 2013), где поступления из нефтегазового сектора обычно играют ведущую роль в формировании государственных доходов. При повышенной подверженности нефтедобывающих стран внешним шокам основным каналом, по которым последние оказывают дестабилизирующее воздействие на макроэкономические показатели, служит бюджетная политика (Husain A. et al., 2008). Иными словами проведение контрциклической бюджетной политики защищает экономику от внешней волатильности. Но если в странах, не имеющих сырьевой направленности, циклические колебания снижают средние темпы роста, то в странах-экспортерах углеводородов падение мировых цен на нефть нередко перерастает в глубокий финансовый кризис, охватывающий бюджетную систему, валютный и долговой рынки, банковскую систему. Так, в настоящее время разворачивается масштабный экономический кризис в Венесуэле, где накопленное за 2015–2017 гг. падение объема ВВП по оценкам МВФ превысит 30%, а потребительские цены вырастут в 129 раз. Многие экономисты считают, что повышенная макроволатильность нефтедобывающих стран – главный механизм «Ресурсного проклятия» – т.е. слабых показателей развития богатых ресурсами стран (van der Ploeg, Poelhekke, 2009).

Способом избежания проблем, связанных с дискреционностью бюджетной политики, служит введение ограничений на ее параметры в виде бюджетных правил. Для нашей страны особенно важны такие, которые регулируют использование поступающих в бюджет нефтегазовых доходов. Такие правила, с перерывами на кризисные периоды, действуют в нашей стране с 2004 г. На протяжении всего этого времени ограничения на использование нефтегазовых доходов подвергались критике. Чаще всего в качестве аргументов выдвигались потенциальные преимущества альтернативного использования нефтегазовых доходов, сберегавшихся в нефтегазовых фондах. При этом способы альтернативного использования этих средств различались: одни авторы предлагали направить их на финансирование государственных инвестиций, другие – на снижение налогов, третьи – на социальные расходы. Другой распространенный упрек состоит в том, что инвестирование средств Резервного фонда в надежные иностранные активы приводит к обесцениванию бюджетных ресурсов (Буклемишев, 2013).

Анализ показывает, что аргументы противников бюджетных правил почти всегда отражают краткосрочный взгляд. На начало 2017 г. накопленные в Резервном фонде сред-

ства были эквивалентны примерно 1% от ожидаемого годового ВВП. Согласно закону о федеральном бюджете, в течение года эти ресурсы должны быть полностью использованы на финансирование бюджетного дефицита. Таким образом, в течение 14 лет после своего создания Резервный фонд завершит цикл. Как изначально и планировалось (и вопреки критике), он не изымает средства из бюджета, а лишь сглаживает колебания поступающих в него доходов. Соответственно, нет предмета для обсуждения альтернативного использования «избыточного» сбережения средств в этом фонде.

Столь же несостоятельными оказываются и утверждения о «невыгодности» сбережений в Резервном фонде, если рассматривать их не в период растущих цен на нефть, а на более длительном горизонте, включающем периоды с разной конъюнктурой рынка углеводородов. В работе (Гурвич, Беляков, Прилепский, 2015) показано, что доходность, обеспечиваемая сбережением части нефтегазовых доходов при дорогой нефти и их использовании при дешевой нефти, является более высокой, чем в ситуации возможных альтернативных направлений инвестирования. Этот вывод, на первый взгляд кажущийся парадоксальным, имеет простое объяснение: правительство покупает доллары и евро для хранения, когда они (благодаря высоким ценам на нефть) дешевы, а продает дорого в моменты падения цен на нефть.

Уроки и выводы. Основной урок состоит в том, что для российской экономики особенно актуален общий принцип: бессмысленно обсуждать параметры бюджета на горизонте одного–двух лет, необходимо оценивать варианты бюджетной политики в рамках делового цикла. Учитывая сохраняющуюся зависимость российской экономики от экспорта углеводородов, для нашей страны это требует анализа, охватывающего как минимум половину «суперцикла» нефтяной конъюнктуры, т.е. не менее 15 лет (там же). Соответственно, бюджетные правила, построенные исходя из такой логики, значительно более выгодны с точки зрения экономического роста, чем дискреционные решения, принимаемые на основе только текущей конъюнктуры.

Узел 4. Снизить или нет налоговую нагрузку?

Развитие событий. Одним из основных приоритетов «Программы Грефа», проводившейся в жизнь в первой половине 2000-х гг., являлось облегчение налоговой нагрузки на бизнес. Эта задача имела двойное обоснование. Во-первых, считалось, что значительные масштабы уклонения компаний от налогов объясняются избыточной налоговой нагрузкой в нашей экономике, соответственно, устранив причину (высокие налоговые ставки), мы устраним и следствие – теневой бизнес. Во-вторых, часть экономистов верили, что сокращение «размеров государства» даст экономике сильный толчок к развитию (см., например: (Илларионов, Пивоварова, 2002)). Снижение налогового бремени в этот период находилось в центре внимания Министерства экономического развития. Оппонентом этой позиции выступало Министерство финансов, указывавшее на то, что сократить государственные расходы намного сложнее, чем снизить налоги, и потому возникает риск ослабления макроэкономической устойчивости и, соответственно, повышения уязвимости экономики в случае новых негативных внешних шоков.

В итоге резкий рост цен на нефть позволил решить обе задачи: облегчить налоговую нагрузку для несырьевого бизнеса без ущерба для макроэкономической устойчивости. Были снижены (иногда в несколько приемов) ставки всех основных налогов:

- ▶ на прибыль – с 30 в 2000 г. до 24% в 2002 г. и затем до 20% в 2009 г.;
- ▶ НДС – с 20 до 18%, начиная с 2004 г.

Кроме того:

- ▶ прогрессивная шкала подоходного налога со ставками до 45% в 2001 г. заменена единой ставкой 13%;
- ▶ суммарная ставка социальных взносов в различные внебюджетные фонды снижена с 39,5 до 35,6% в 2001 г. и заменена регрессивной шкалой с начальной ставкой 26% с 2002 г.;

- ▶ с 2004 г. отменен налог с продаж, устанавливавшийся субъектами Федерации в размере до 5 % от валового оборота;
- ▶ в 2001–2003 гг. отменены так называемые «оборотные» налоги, начислявшиеся на объем реализации продукции (налоги на содержание жилищного фонда, на пользователей автодорог и др.);
- ▶ упрощены и снижены налоги на малый бизнес.

Снижение суммарных поступлений в бюджет перечисленных налогов было компенсировано увеличением доли рентных доходов, благодаря увеличению как объема природной ренты, получаемой страной, так и доли ренты, направляемой государством в бюджет. По оценкам Е. Гурвича (Гурвич, 2010), объем природной ренты, включаемой в цены продукции нефтегазового сектора¹, возрос в 3,7 раза (с 46 млрд долл. в 2000 г. до 170 млрд долл. в 2007 г.). Одновременно, примерно в той же пропорции, повысилась доля ренты, попадающей в бюджетную систему: с 19,5 до 57,7%. В итоге, несмотря на серьезное снижение сборов «несырьевых» налогов (с 30,0 в 2000 г. до 26,3% ВВП в 2007 г.), суммарные налоговые доходы увеличились, благодаря резкому росту нефтегазовых доходов, которые составляли 3,5% в 2000 г. и 8,9% ВВП в 2007 г.

Вместе с тем попытки существенно ускорить рост экономики только за счет снижения налоговой нагрузки, без решения институциональных задач (повышения защищенности прав собственности, снижения уровня государственного регулирования и т.д.), изначально были обречены на неудачу.

Обобщение теоретических представлений о макроэкономической политике и мирового опыта ее практического применения показывает, что она практически всегда ориентирована на поддержание и восстановление устойчивого (равновесного) состояния экономики. Формирование текущих (в виде бюджетного дефицита или повышенной инфляции) или долгосрочных (в виде избыточного накопления долга) дисбалансов снижает стимулы для сбережения и инвестиций и несет риски финансового кризиса, замедляя тем самым экономический рост, – соответственно необходимо не допускать таких дисбалансов. Аналогично при отклонении экономики от равновесия в результате тех или иных шоков задача макрополитики состоит в восстановлении устойчивости. Когда говорят о монетарном или фискальном стимулировании экономики, речь идет о преодолении временных отклонений от состояния полной занятости, т.е. опять о возвращении к устойчивому долгосрочному состоянию. Представляется, что возможности макроэкономического управления точно характеризуются словами известных экономистов, один из которых позже занимал пост министра финансов США: «Плохая макрополитика может привести к слабым экономическим показателям, хорошая же является необходимым, но не достаточным условием успешного развития» (*De Long, Summers, 1992*). При хорошей макроэкономической политике рост определяется широким набором факторов, включая защищенность прав собственности, отсутствие избыточных барьеров для входа новых фирм на рынок и выхода с него неэффективных, успешное использование преимуществ международного разделения труда, наличие квалифицированной рабочей силы и т.п.

Если говорить конкретно о связи между налоговой нагрузкой и экономическим ростом, то современные представления здесь базируются на теории эндогенного роста (см.: *Барро, Сала-и-Мартин, 2010*). Ее вывод состоит в том, что существует оптимальный уровень расходов, поддерживающих развитие, при котором положительный эффект уравнивает негативные последствия взимания налогов. Таким образом, снижение налоговой нагрузки ускоряет рост производства только в том случае, если ее уровень чрезмерно высок, существенно выше оптимального. В противном случае снижение нало-

¹ Применение экспортных пошлин снижает внутренние цены на углеводороды, тем самым часть природной ренты фактически направляется на субсидирование внутренних потребителей этой продукции.

гов может иметь обратный эффект – замедлять рост из-за невозможности финансировать необходимые государственные расходы. Нет убедительных оценок оптимальных размеров бюджета, однако косвенным признаком избыточного бремени налогов может служить их повышенный уровень по сравнению с другими сопоставимыми странами. Как отмечают авторы статьи (Кудрин, Соколов, 2017)) межстрановые сопоставления не дают оснований считать чрезмерным «размер государства» России. Говорить об избыточности налоговой нагрузки тем более нет оснований, если еще учесть, что значительную долю поступлений в бюджет составляют рентные доходы, которые лишь условно могут рассматриваться в качестве налоговых. Без учета этой составляющей налоговая нагрузка в России окажется существенно ниже, чем в типичной стране с таким же уровнем развития.

Нередко примером успешного стимулирования экономики за счет снижения налоговой нагрузки называют «экономику предложения», проводившуюся в США при президенте Р.Рейгане. Действительно, за применением такой политики в 1980-е гг. последовало ускорение экономического роста в США. Однако «после того не означает вследствие того»; как указывают авторы популярного учебника (Дорнбуш, Фишер, 1997), нет достаточных оснований считать причиной высокого роста в этот период именно «экономику предложения» («рейганомнику»).

Уроки и выводы. Нет свидетельств того, что проведенное в России в 2000-е гг. снижение налогов в несырьевом секторе оказало положительное действие на темпы роста экономики. Связь между налоговой нагрузкой и уклонением от налогов можно иллюстрировать на примере социальных взносов (налогов). Их расчетная эффективная ставка в период с 2001 по 2009 г. снизилась на треть (с 34 до 12%), тем не менее, доля теневой заработной платы демонстрировала повышательный тренд (Гурвич, Суслина, 2015). Более общий вывод состоит в том, что даже очень хорошая макроэкономическая политика не может обеспечить высокие темпы экономического роста, если не поддержана определенным качеством институтов и человеческого капитала, удачной интеграцией в мировую экономику и прочими факторами. Попытки решать с помощью инструментов макроэкономической политики несвойственные ей задачи скорее могут создавать опасности, чем обеспечивать успешное развитие.

Кризис 2008–2009 гг.

Узел 5. Разумные пределы реакции на негативные шоки

К началу нового международного финансового кризиса («Великой рецессии») в российской экономике был накоплен достаточно большой запас «макроэкономической прочности». В 2007 г. бюджет исполнялся с большим профицитом (5,4% ВВП для федерального и 6,0% ВВП для расширенного). Накопленные бюджетные резервы к концу года достигли 12% ВВП и превышали размеры государственного долга, который снизился до 7% ВВП. Счет текущих операций также имел большое положительное сальдо (5,6% ВВП) и в момент, когда началось падение цен на нефть, объем ЗВР был в 26 раз больше, чем в начале кризиса в 1998 г., и они были эквивалентны поступлениям от 25 месяцев товарного импорта.

Судя по всему, большие накопленные резервы создали у правительства и ЦБ соблазн их избыточного использования. Поступления в федеральный бюджет оказались на треть меньше запланированных (в том числе недобор нефтегазовых доходов составил 3,3% ВВП²). Антикризисные меры целиком базировались на использовании средств, накопленных в Резервном фонде и ФНБ. Это позволило не только полностью компенсировать недобор как нефтегазовых, так и ненепфтегазовых доходов, но и увеличить расходы по срав-

² Для простоты даются данные к тому же прогнозному ВВП, хотя фактическая величина ВВП оказалась значительно меньше.

нению с законом о бюджете на 1,2% ВВП и заместить часть других источников финансирования (Лебединская, 2012). В результате сумма активов нефтегазовых фондов сократилась на 9% ВВП. Иными словами, реакция бюджетной системы значительно превзошла размеры испытанного ей шока. К этому следует добавить, что часть средств ФНБ была размещена на депозитах в ВЭБ для антикризисной поддержки финансовой системы. Добавим, что баланс федерального бюджета радикально (более чем на 10 п.п. ВВП) изменился: профицит в размере 4,1% ВВП сменился дефицитом в 6,0% ВВП. По оценкам МВФ, в 2009 г. Россия реализовала наиболее масштабную среди всех стран антикризисную программу, финансируемую из бюджета (IMF, 2009).

Несмотря на переход к более гибкому режиму обменного курса – управляемому плаванию, после падения цен на нефть Банк России вновь долго удерживал курс рубля от снижения. За август–декабрь 2008 г. среднемесячная цена на нефть упала на 70% (почти в 3,5 раза), а реальный курс рубля снизился лишь на 9%. Это помогло банкам дешево купить валюту и защитить свои балансы от потерь при последующей девальвации рубля. Но оборотной стороной подобной политики стало кредитное сжатие из-за взлета «альтернативной стоимости» денег. Как показано в работе (Гурвич, 2009), в декабре 2008 г. расчетная доходность семимесячных фьючерсных контрактов на поставку долларов составляла 29% годовых. Таким образом, ставка кредитования реального сектора не могла быть ниже доходности практически свободных от риска спекулятивных операций. Трудно судить, насколько велики были риски банковской системы, но негативное воздействие курсовой политики ЦБ на производство явно было значительным – неудивительно, что именно в рамках данного кризиса был зафиксирован наибольший спад производства, составивший в 2009 г. 7,8%. По сути, несмотря на изменение режима, курсовая политика была аналогична проводившейся в ходе первого кризиса: ЦБ искусственно поддерживал курс, не соответствовавший условиям торговли. Тем самым у участников рынка формировались ожидания предстоящей девальвации, что делало непривлекательными покупку рублевых облигаций или кредитование в рублях, подстегивая отток капитала. Кроме того, Банк России потерял за кризисный год треть (почти 200 млрд долл.) своих золотовалютных резервов. Отметим, что сокращение ЗВР превышало потери экспортных доходов (которые в годовом выражении составляли не более 170 млрд долл.), т.е. расходы на стабилизацию превосходили масштабы шока.

Уроки и выводы. Щедрые антикризисные меры сделали финансовый кризис 2008–2009 гг. сравнительно безболезненным для граждан: реальная заработная плата снизилась за 2009 г. лишь на 3,5%, а средняя пенсия существенно выросла в реальном выражении (на 10,7%). Однако с долгосрочной точки зрения результаты были далеко не такими блестящими. Во-первых, спад производства оказался большим, чем во многих других странах, во-вторых, чрезмерно активная антикризисная политика существенно истощила бюджетные и золотовалютные резервы, что впоследствии ослабило запас прочности российской экономики. Наконец, кризис не был использован для избавления от наименее конкурентоспособных фирм, т.е. оздоровления реального сектора. Урок состоит в том, что целесообразно сохранять соответствие между масштабами негативных шоков и реакцией на них.

2014 г. и далее

Узел 6. Приоритеты МП: стабильность или поддержка роста?

Финансовый кризис, начавшийся во втором полугодии 2014 г., как и два предыдущих, был вызван резким падением цен на нефть. Однако, в отличие от прежних эпизодов, ухудшение конъюнктуры нефтяного рынка оказалось не краткосрочным, а длительным. Если через два года после прошлых финансовых кризисов (т.е. в 2000 и 2011 гг.) средние

цены на нефть уже существенно превышали уровни предкризисных лет, то на этот раз по прошествии такого же времени они все еще почти вдвое ниже, чем в предкризисном 2014 г. Более того, согласно прогнозу МВФ, в следующие пять лет цены на нефть будут оставаться примерно на том же уровне (IMF, 2017).

Существенно отличалась также реакция правительства и Центрального банка на последний внешний шок. Прежде всего, еще в конце 2014 г. был досрочно завершён переход к режиму инфляционного таргетирования и плавающего обменного курса. Следуя новым принципам, Банк России в условиях дестабилизации валютного рынка и растущей инфляции резко повысил ключевую процентную ставку (с 7,5% в середине 2014 г. до 17% к концу года). Далее он снижал ее по мере замедления инфляции и ослабления инфляционных ожиданий либо сохранял на высоком уровне в случае появления рисков ускорения роста цен. К концу октября 2017 г. ключевая ставка ЦБ составляла 8,25%, при инфляции около 3% в годовом выражении.

В сфере бюджетной политики приоритетом правительства стало приведение расходов в соответствие с новым уровнем доходов (т.е. проведение бюджетной консолидации). Реальный объем поступлений в федеральный бюджет за два кризисных года упал на четверть по сравнению с 2014 г. и, как ожидается, до 2020 г. будет оставаться на уровне не выше 80% от предкризисных значений. С учетом этого возникший устойчивый разрыв было решено ликвидировать преимущественно за счет экономии расходов, без повышения налогов на несырьевой бизнес. Если в 2009 г. правительство пыталось с лихвой компенсировать за счет Резервного фонда все потери бюджета из-за кризиса, то на сей раз накопленные в нефтегазовых фондах резервы были призваны лишь сделать процесс бюджетной консолидации более плавным. В условиях резкого падения доходов государства сокращение расходов было растянуто на пять лет, в течение которых они снижались примерно на 5% в год в реальном выражении. Полное восстановление стабильности бюджетной системы согласно «Основным направлениям бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов»³ будет завершено к 2019 г.

Новая политика позволила российской экономике достаточно быстро адаптироваться к внешним шокам, несмотря на то, что к падению цен на нефть добавились финансовые санкции, ограничившие возможности привлечения иностранного капитала даже для рефинансирования долга. Годовое падение номинального курса рубля к доллару составило в 2015 г. 37%, снижение реального обменного курса – 28%, что стимулировало сокращение импорта товаров и услуг (который по итогам года упал более чем на треть). Вместе с активной реакцией частного сектора на финансовые санкции, проявившейся в сокращении валового вывоза частным сектором капитала из России (Гурвич, Прилепский, 2016), это обеспечило быструю адаптацию внешнего счета к негативным шокам. Свидетельством здесь может служить тот факт, что объем золотовалютных резервов за 2015 г. практически не изменился.

Поддержание Банком России высоких процентных ставок и сокращение правительством бюджетных расходов нередко подвергается острой критике – оппоненты считают, что в кризисный период денежная и бюджетная политика должны смягчаться, а не ужесточаться. Такие рекомендации, как представляется, основаны лишь на «общих соображениях» вместо конкретного анализа ситуации. Замещать сокращение частного спроса за счет расширения государственного – стандартная практика при сравнительно краткосрочных циклических спадах. Однако имеющийся прогноз, как отмечалось выше, показывает, что российская экономика, судя по всему, надолго перешла из одного состояния, характеризующегося ценами на нефть порядка 100 долл./барр. в другое, с ценой нефти порядка 50 долл./барр. К такому же выводу приводит анализ нефтяного суперцикла

³ www.minfin.ru/ru/performance/budget/policy.

(Гурвич, Беляков, Прилепский, 2015). Таким образом, нынешняя ситуация (по крайней мере на горизонте порядка 10 лет) ближе не к короткому циклическому спаду, а к быстрому исчезновению «пузыря» на рынке нефти. В таком случае попытки поддерживать макроэкономические показатели, сложившиеся в условиях «пузыря», очевидно, обречены на провал. Высокие процентные ставки помогают быстро привести объем спроса к новым условиям.

Наряду с критикой выдвинут и альтернативный подход к макроэкономической политике в рамках «Стратегии роста»⁴, разработанной Столыпинским клубом. Многие положения этой программы заслуживают поддержки – например, пункт: «Кардинально снизить административное давление на бизнес»⁵.

Однако с рекомендациями в части макроэкономической политики трудно согласиться. Основные задачи формулируются здесь следующим образом:

1) экономическим и монетарным властям обеспечивать, наряду со сдерживанием инфляции, достижение целевых ориентиров и по другим макроэкономическим показателям: валовый внутренний продукт, число высокопроизводительных рабочих мест, курс рубля;

2) изменить вектор денежно-кредитной политики, перейти к контрциклической денежной политике – приступить к планомерному снижению ключевой ставки ЦБ до уровней – «инфляция +2%»;

3) таргетировать умеренно низкий валютный курс (с учетом соотношения реального и номинального курсов рубля), стимулирующий экспорт и импортозамещение, с постепенным укреплением по мере роста экономики;

4) обеспечить ограниченную волатильность, стабильность курса рубля;

5) установить в качестве целевого показателя по инфляции значение, не сдерживающее экономический рост.

Для решения этих задач предлагается докапитализация существующих и создание новых институтов развития, рефинансирование Центральным банком выданных банками синдицированных кредитов, а также рефинансирование коммерческих банков под залог или выкуп проектных облигаций специальных обществ проектного финансирования. Наконец, для того чтобы расширить возможности банковского кредитования предлагается активно использовать гарантии правительства, финансировать институты развития с использованием неинфляционных, гарантированных от нецелевого использования каналов, а также снизить требования ЦБ по нормированию и резервированию при выдаче коммерческих кредитов (для чего пересмотреть систему оценки рисков в экономике).

Проведенное выше краткое обсуждение уроков, которые были получены правительством и Центральным банком в прошлом (особенно в кризисные периоды), показывает, что фактически все поставленные «Стратегией роста» задачи невыполнимы либо противоречат основным целям макроэкономической политики – обеспечению экономической стабильности. Так, несостоятельность попыток сдерживания инфляции и таргетирования обменного курса стала очевидной в ходе кризиса 2009 г., а политика обеспечения стабильности курса рубля скомпрометировала себя еще раньше, приведя к дефолту в 1998 г.

Фундаментальный вопрос, на который необходимо ответить при обсуждении «Экономики роста», – почему те проекты, которые предлагается финансировать за счет новых инструментов, не могут привлечь банковские кредиты в настоящее время? Масштабный хронический чистый отток капитала из России свидетельствует, что наша страна имеет его избыток, а не недостаток. Если инвесторы предпочитают выводить

⁴ stolypinsky.club/strategiya-rosta-3.

⁵ Правда, остается неясным, каким образом предполагается решить эту задачу – ведь еще в начале 2000-х гг. к этому же неоднократно призывал Президент, в частности, в своих посланиях Федеральному Собранию, затем она включалась во все экономические программы, но без видимого эффекта.

его, то объяснение может быть только одно (которое приводится самими авторами из Столыпинского клуба): в России сложилось неблагоприятное соотношение доходности и рисков ведения бизнеса, что делает инвестиционные проекты в большинстве секторов непривлекательными.

Признавая повышенные риски, «Экономика роста» одновременно предлагает снизить оценки рисков в экономике, которыми руководствуется ЦБ при установлении нормативов резервирования или использует правительство при выдаче государственных гарантий по кредитам. Сочетание этих пунктов показывает суть данной стратегии – она предлагает перенести риски с бизнеса на государство, считая, что только таким образом можно активизировать инвестиционный процесс. Действия, которые «Экономика роста» предлагает поручить Банку России, фактически относятся к категории «квазифискальных операций», поскольку конечным источником накопления (своеобразным «кредитором последней инстанции») здесь служит бюджет, который вначале недополучает прибыль ЦБ, а затем компенсирует его потери. «Привлекательность» квазифискальных операций состоит в их меньшей подконтрольности и прозрачности по сравнению с бюджетными расходами. Поначалу они выглядят удобным способом преодолеть проблемы замедляющегося роста экономики, однако через некоторое время они, как бумеранг, возвращаются и бьют по бюджету и всей экономике. Для их решения приходится повышать налоги или сокращать расходы (в том числе «производительные») в ущерб экономическому росту.

Фактически речь идет о превращении Центрального банка в институт развития. Такая функция ЦБ совершенно несовместима с рыночной экономикой и была характерна для практики СССР и других социалистических стран. На это же указывает предлагаемое использование «связанного» рефинансирования по «целевым каналам». Принятие идей Столыпинского клуба в части денежно-кредитной политики означало бы серьезный шаг к демонтажу рыночных механизмов в России (и так достаточно слабых).

В практическом плане можно уподобить предлагаемое изменение мандата ЦБ в его превращение в еще один Внешэкономбанк, с расширенными полномочиями – включая право проведения эмиссии. Нет сомнений, что «ВЭБ-2» оказался бы еще более дорогостоящим и опасным для бюджета.

Цена предлагаемой макроэкономической политики чрезвычайно велика, а какого можно ожидать эффекта? Убедительные свидетельства результативной работы российских институтов развития отсутствуют, что ставит под сомнение их значимый вклад в развитие экономики. Наиболее близкая аналогия предлагаемой модели – экономика СССР, которая также не служит хорошей «рекламой». Ретроспективно оцененные средние темпы роста ВВП России в составе СССР в 1981–1985 гг. составляли 2,1%, в 1986–1990 гг. 1,2%, несмотря на очень высокую норму накопления (27–29% ВВП) (Пономаренко, 2001а, б). Рост совокупной факторной производительности в 1975–1984 гг. оценивается в 0,9% в год, в 1986–1990 гг. он падает практически до нуля, составляя 0,03% в год (Воскобойников, 2003). Таким образом, в советской экономике централизованное распределение кредитов не делало экономику сколько-нибудь эффективной.

Возвращаясь к сегодняшней российской экономике, важно дополнительно отметить отсутствие предпосылок для монетарного или фискального стимулирования. Известно, что стимулирующие меры могут быть оправданы в тех ситуациях, когда те или иные ограничения на действие рыночных механизмов (ригидности) недостаточно сильны для быстрого восстановления равновесия в экономике. Решающую роль при этом играет способность рынка труда к быстрой адаптации (т.е. быстрому возврату к полной занятости) в ответ на шоки. В работе (Вакуленко, Гурвич, 2016) на основе оценки нескольких моделей показано, что Россия отличается высокой по сравнению с другими странами эластичностью заработной платы по безработице. Тем самым получено свидетельство эффективности рыночных механизмов российского рынка труда (что подтверждается и текущим

уровнем безработицы, который в ходе нынешнего кризиса ни разу не повышался более чем на 0,5 п.п., а к концу 2017 г. снизился до своей «естественной» величины в 5%). Это в принципе ставит под сомнение целесообразность проведения в России стимулирующей политики. Стоит напомнить общеизвестный, но нередко упускаемый из виду, факт: замедление экономического роста само по себе не означает необходимости и оправданности стимулирующих мер. Такое решение зависит от сочетания целого ряда условий: источника и характера такого замедления, наличия неиспользуемых экономических ресурсов, низкой гибкости рынка труда и т.д.

В целом можно заключить, что «Экономика роста» представляет собой обещание преодолеть замедление экономического роста, не устраняя его базовых причин. В последние годы экономисты практически единодушно признали ключевым условием устойчивого экономического роста высокое качество государственных институтов (защищенность прав собственности, равный для всех доступ на рынки, главенство закона и т.п.). И до тех пор, пока мы не добьемся серьезного прогресса по этим направлениям, рассчитывать на успешное развитие экономики за счет экзотической макрополитики – значит терять время, играя при этом с огнем.

Уроки и выводы. Попытки использовать для обеспечения долгосрочного роста меры макроэкономического управления вместо решения базовых институциональных задач почти наверняка приведут к тому, что не будут достигнуты ни собственные цели макрополитики (обеспечение стабильности), ни вменяемые ей «чужие» цели. Предотвратить стагнацию экономики можно, только укрепляя рыночные механизмы (прежде всего за счет сокращения участия государства в экономике и энергичных структурных реформ) и завоевывая доверие инвесторов путем повышения долгосрочной макроэкономической устойчивости, устранения избыточного регулирования экономики и принятия других необходимых мер.

ЛИТЕРАТУРА

- Алексащенко С. (2009). Битва за рубль. М.: Время.
- Барро Р., Сала-и-Мартин Х. (2010). Экономический рост. М.: БИНОМ.
- Бланк А., Гурвич Е., Улюкаев А. (2006). Обменный курс и конкурентоспособность отраслей российской экономики // Вопросы экономики. № 6. С. 4–24.
- Буклемишев О. (2013). Фискальное стимулирование и российские бюджетные фонды // Вопросы экономики. № 12. С. 74–85.
- Вакуленко Е., Гурвич Е. (2016). Гибкость реальной заработной платы в России: сравнительный анализ // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3 (31). С. 67–92.
- Вдовиченко А., Воронина В. (2004). Правила денежно-кредитной политики Банка России. Научный доклад РПЭИ. №04/09.
- Воскобойников И. (2003). Оценка совокупной факторной производительности российской экономики в период 1961–2001 гг. с учетом корректировки динамики основных фондов // Препринт WP2/2003/03. М.: НИУ ВШЭ.
- Гурвич Е. (2009). Механизмы российского финансового кризиса. Доклад на X Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества. М.: НИУ ВШЭ.
- Гурвич Е. (2010). Нефтегазовая рента в российской экономике // Вопросы экономики. № 11. С. 4–24.
- Гурвич Е., Андряков А. (2006). Механизмы российского финансового кризиса // Экономика и математические методы. № 2. С. 79–93.
- Гурвич Е.Т., Суслина А.Л. (2015). Динамика собираемости налогов в России: макроэкономический подход // Финансовый журнал. № 4 (26). С. 22–33.
- Гурвич Е., Соколов Е., Улюкаев А. (2008). Оценка вклада эффекта Баласса-Самуэльсона в динамику реального обменного курса рубля // Вопросы экономики. № 7. С. 12–30.
- Гурвич Е., Беляков И., Прилепский И. (2015). Нефтяной суперцикл и бюджетная политика // Вопросы экономики. №9. С. 5–30.
- Гурвич Е., Прилепский И. (2016). Влияние финансовых санкций на российскую экономику // Вопросы экономики. №1. С. 5–35.

- Дорнбуш Р., Фишер С. (1997). Макроэкономика. М.: Инфра-М.
- Илларионов А. (2002). Реальный валютный курс и экономический рост // Вопросы экономики. №2. С. 19–48.
- Илларионов А., Пивоварова Н. (2002). Размеры государства и экономический рост // Вопросы экономики. №9. С. 18–45.
- Кудрин А., Соколов И. (2017). Бюджетный маневр и структурная перестройка российской экономики // Вопросы экономики. №9. С. 5–27.
- Лебединская Е. (2012). Роль нефтегазовых фондов в России // Вопросы экономики. № 3. С. 98–119.
- Моисеев С. (2008). Таргетирование реального валютного курса // Финансы и кредит. 22 (310). С. 39–47.
- Пономаренко А. (2001a). Исторические национальные счета России: 1961–1990 гг. // Экономический журнал ВШЭ. Т. 5. №1. С. 57–82.
- Пономаренко А. (2001b). Исторические национальные счета России: 1961–1990 гг. // Экономический журнал ВШЭ. Т. 5. №3. С. 390–415.
- De Long B., Summers L. (1992). Macroeconomic Policy and Long Run Growth // Economic Review. Issue Q IV. Vol. 77. No. 4. Pp. 5–29.
- Esanov A., Merkl C., and Vinhas de Souza L. (2005). Monetary Policy Rules for Russia // Journal of Comparative Economics. Vol. 33. No. 3.
- Fatás A., Mihov I. (2008). Fiscal discipline, volatility and growth. In: Prudence or abstinence? Fiscal Policy, Stabilization, and Growth. World Bank. Pp. 43–74.
- Frankel J. et al. (2013). On graduation from fiscal procyclicality // Journal of Development Economics. Vol. 100. No. 1. Pp. 32–47.
- Husain A. et al. (2008). Fiscal policy and economic cycles in oil-exporting countries // IMF Working Paper. No. WP/08/253.
- IMF (2009). Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis // IMF Staff Position Note SPN/09/13.
- IMF (2017). World Economic Outlook, October.
- McManus R., Ozkan F. (2015). On the consequences of pro-cyclical fiscal policy // Fiscal Studies. Vol. 36. Iss. 1. Pp. 29–50.
- Ossowski R. (2013). Fiscal rules and resource funds in nonrenewable resource exporting countries: International experience // IADB Discussion Paper. No. IDB-DP-290.
- Sosunov K., Zamulin O. (2007). The Inflationary Consequences of Real Exchange Rate Targeting Via Accumulation of Reserves // Higher School of Economics Working Paper WP13/2007/17.
- Van der Ploeg F., Poelhekke S. (2009). Volatility and the natural resource curse // Oxford Economic Papers. Vol. 61. Issue 4. Pp. 727–760.

Евсей Томович Гурвич
egurvich@nifi.ru

Evsey Gurvich

Ph. D. (mathematics), Head of the Center for Budget Analysis and Forecasting of the Research Institute of Finance of the Ministry of Finance of the Russian Federation, Head of the Economic Expert Group (EEG) under the Government of the Russian Federation
egurvich@nifi.ru

JUNCTIONS OF THE RUSSIA'S MACROECONOMIC POLICY

Absrtact. Evolution of fiscal and monetary policies in Russia is presented as a sequence of choices to be made in the crises and post-crises periods. The decisions under consideration include specification of the reactions to the negative terms of trade shocks, designing exchange rate regime, definition of the appropriate scope for discretionary component of the fiscal policy, search of the compromise between cutting taxes and retaining fiscal prudence, or between support of the economic growth and restoring macroeconomic sustainability.

Keywords: *fiscal policy, macroeconomic sustainability, exchange rate regime, financial crisis.*

JEL Classification: E58, E61, E62, E63, E65.

REFERENCES

- Aleksashenko S. (2009). The Battle for the Ruble. M.: Vremya.
- Barro R., Sala-i-Martin H. (2010). Economic Growth. M.: BINOM.
- Blank A., Gurvich E., Ulyukaev A. (2006). The Exchange Rate and the Competitiveness of the Branches of the Russian Economy // Voprosy ekonomiki. No. 6. Pp. 4–24.
- Buklemishev O. (2013). Fiscal stimulus and Russian sovereign funds // Voprosy ekonomiki. No. 12. Pp. 74–85.

- De Long B., Summers L.* (1992). Macroeconomic Policy and Long Run Growth // *Economic Review*. Issue Q IV. Vol. 77. No. 4. Pp. 5–29.
- Dornbusch R., Fisher S.* (1997). *Macroeconomics*. M.: INFRA-M.
- Esanov A., Merkl C. and Vinhas de Souza L.* (2005). Monetary Policy Rules for Russia // *Journal of Comparative Economics*. Vol. 33. No. 3.
- Fatás A., Mihov I.* (2008). Fiscal discipline, volatility and growth. In: *Prudence or abstinence? Fiscal Policy, Stabilization, and Growth*. World Bank. Pp. 43–74.
- Frankel J. et al.* (2013). On graduation from fiscal procyclicality // *Journal of Development Economics*. Vol. 100. No. 1. Pp. 32–47.
- Gurvich E.* (2009). Mechanisms of the Russian financial crisis. Report at the 10th International Scientific Conference on the Development of Economics and Society. M.: NIU VSHE.
- Gurvich E.* (2010). Oil and gas rents in the Russian economy // *Voprosy ekonomiki*. No. 11. Pp. 4–24.
- Gurvich E., Andryakov A.* (2006). Mechanisms of the Russian financial crisis // *Economics and Mathematical Methods*. No. 2. Pp. 79–93.
- Gurvich E., Belyakov I., Prilepsky I.* (2015). Oil supercycle and budget policy // *Voprosy ekonomiki*. No. 9. P. 5–30.
- Gurvich E., Prilepsky I.* (2016). Influence of Financial Sanctions on the Russian Economy // *Voprosy ekonomiki*. No. 1. Pp. 5–35.
- Gurvich E., Sokolov E., Ulyukaev A.* (2008). Estimation of the contribution of the Balass-Samuelson effect to the dynamics of the real exchange rate of the ruble // *Voprosy ekonomiki*. No. 7. Pp. 12–30.
- Gurvich E.T., Suslina A.L.* (2015). The dynamics of the collection of the geologists in Russia: the macroeconomic approach // *The Financial Journal*. No. 4 (26). Pp. 22–33.
- Husain A. et al.* (2008). Fiscal policy and economic cycles in oil-exporting countries // *IMF Working Paper*. No. WP/08/253.
- Illarionov A.* (2002). The real exchange rate and economic growth // *Voprosy ekonomiki*. No. 2. Pp. 19–48.
- Illarionov A., Pivovarova N.* (2002). State size and economic growth // *Voprosy ekonomiki*. No. 9. Pp. 18–45.
- IMF (2009). *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis* // *IMF Staff Position Note SPN/09/13*.
- IMF (2017). *World Economic Outlook*. October.
- Kudrin A., Sokolov I.* (2017). Budget maneuver and structural restructuring of the Russian economy // *Voprosy ekonomiki*. No. 9. Pp. 5–27.
- Lebedinskaya E.* (2012). The Role of Oil and Gas Funds in Russia // *Voprosy ekonomiki*. No. 3. Pp. 98–119.
- McManus R., Ozkan F.* (2015). On the consequences of pro-cyclical fiscal policy // *Fiscal Studies*. Vol. 36. Iss. 1. Pp. 29–50.
- Moiseyev S.* (2008). Real exchange rate targeting // *Finance and credit*. No. 22 (310). Pp. 39–47.
- Ossowski R.* (2013). Fiscal rules and resource funds in nonrenewable resource exporting countries: International experience // *IADB Discussion Paper*. No. IDB-DP-290.
- Ponomarenko A.* (2001a). Historical national accounts of Russia: 1961–1990. // *Economic Journal of the Higher School of Economics*. Vol. 5. No. 1. Pp. 57–82.
- Ponomarenko A.* (2001b). Historical national accounts of Russia: 1961–1990. // *Economic Journal of the Higher School of Economics*. Vol. 5. No. 3. Pp. 390–415.
- Sosunov K., Zamulin O.* (2007). The Inflationary Consequences of Real Exchange Rate Targeting Via Accumulation of Reserves // *Higher School of Economics Working Paper WP13/2007/17*.
- Vakulenko E., Gurvich E.* (2016). The Flexibility of Real Wages in Russia: A Comparative Analysis // *Zhurnal novoy ekonomicheskoy assotsiatsii*. No. 3(31). Pp. 67–92.
- Van der Ploeg F., Poelhekke S.* (2009). Volatility and the natural resource curse // *Oxford Economic Papers*. Vol. 61. Issue 4. Pp. 727–760.
- Vdovichenko A., Voronina V.* (2004). Rules of Monetary Policy of the Bank of Russia. *Nauchnyy doklad RPEI*. No. 04/09.
- Voskoboynikov I.* (2003). Estimation of the aggregate factorial productivity of the Russian economy in the period 1961–2001. taking into account the adjustment of the dynamics of fixed assets // *Preprint WP2 /2003/03*. M.: HSE.