

А. Некипелов

КАКАЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА НУЖНА СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ?

Доклад на заседании Секции
экономики Отделения общественных
наук РАН, М., 30 января 2019 г.

Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- О роли сырьевого сектора в российской экономике
- Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Проблема «голландской болезни»

Механизм возникновения:

- Открытие новых месторождений - дополнительный приток валютных доходов – рост реального курса национальной валюты
- Потеря конкурентоспособности отраслями обрабатывающей промышленности, производящими «торгуемые товары»
- Переток ресурсов в добывающую промышленность и отрасли, производящие «неторгуемые товары»
- «Структурная ломка», сопровождаемая увеличением безработицы, а иногда и повышением инфляции в связи с ростом внутренних цен на неторгуемые товары

Влияние на экономику с ярко выраженной специализацией изменений на соответствующем мировом отраслевом рынке

- Прямое влияние: на величину доходов, приносимых отраслью, определяющей международную специализацию страны
- Косвенное влияние
 - На финансовую и денежно-кредитную сферы
 - На состояние государственного бюджета
 - На состояние денежно-кредитной сферы (платежный баланс, валютный курс, денежное предложение, инфляция, процентные ставки, международные резервы), банковской системы и финансовых рынков
 - На реальный сектор экономики
 - Влияние состояния нефтяной отрасли на совокупный спрос
 - Влияние состояния госбюджета на совокупный спрос
 - Влияние динамики валютного курса, инфляции, процентной ставки на поведение предприятий из других отраслей реального сектора экономики
 - Влияние на поведение потребителей (в частности, на распределение потребительских доходов на текущие расходы и сбережения) через уровни доходов и цен на импортную продукцию

Специфика экономик с сырьевой специализацией и ее последствия

- Особенности:
 - Устойчивость сырьевой специализации - связана с естественными условиями (отсюда – важность проблемы «голландской болезни»)
 - Долговременная тенденция роста затрат по мере истощения более продуктивных месторождений
 - Особая роль рентного фактора
 - Стратегический характер конкуренции на сырьевых рынках, связанный с жизненной важностью для всех государств обеспечить максимально благоприятный доступ своих компаний к соответствующим ресурсам
 - Выполнение основными видами сырья функций финансовых активов
- Последствия:
 - Повышенный уровень волатильности мировых цен на сырьевые товары в результате изменяющихся условий добычи, выполнения сырьем функций финансовых активов и стратегического характера конкуренции
 - Уязвимость сырьевых стран в отношении внешних шоков со стороны спроса

Ключевой вопрос, стоящий перед странами с сырьевой специализацией

Главная проблема: разработать макроэкономическую модель, обеспечивающую **оптимальный «размен» (trade-off) между решением текущих проблем, связанных с внешними шоками со стороны спроса, и долгосрочным развитием экономики, основанным на диверсификации**

Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- О роли сырьевого сектора в российской экономике
- Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Сырьевой сектор в экономике и экспорте

- Согласно данным Российского статистического ежегодника (М., 2018):
 - Доля минерального сырья, соответственно, в валовом выпуске и добавленной стоимости (в основных ценах) - 8 и 9,35% (с. 265)
 - Доля нефти и природного газа в отгрузке полезных ископаемых - 66,73% (с. 337).
 - 42,89% - доля экспорта нефти и нефтепродуктов в общем экспорте РФ в 2017 г. (сс. 577, 587)

Динамика экспортных цен нефти и физического объема ее экспорта

- Цена основного экспортного товара характеризуется высокой волатильностью (коэффициент вариации – 49,3%)
- Начиная с 2004 г. объемы экспорта нефти в физическом выражении относительно стабильны

Источник данных:
http://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/trade/crude_oil.xls



Динамика экспортных цен нефти и стоимостного объема ее экспорта

В отличие от физических объемов стоимостная величина доходов от экспорта нефти чутко реагирует на изменение экспортных цен

Эластичность стоимостной величины экспорта нефти по цене

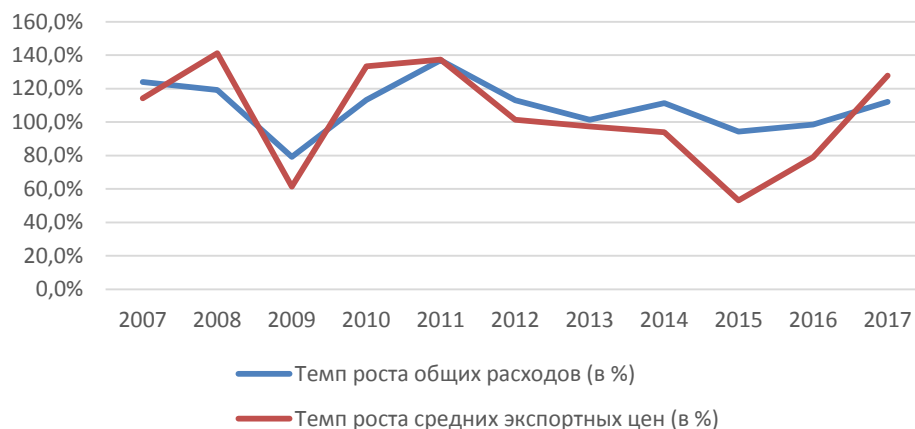


Источник данных:

http://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/trade/crude_oil.xls

Динамика экспортных цен нефти и доходов федерального бюджета

Изменения цен и общих доходов федерального бюджета



Изменения цен и нефтегазовых доходов бюджета



- Очень чувствительны к изменениям экспортных цен на нефть нефтегазовые доходы бюджета – см. правый график (коэффициент корреляции 0,923)
- Лишь незначительно слабее связь с изменениями общих доходов (коэффициент корреляции 0,838)

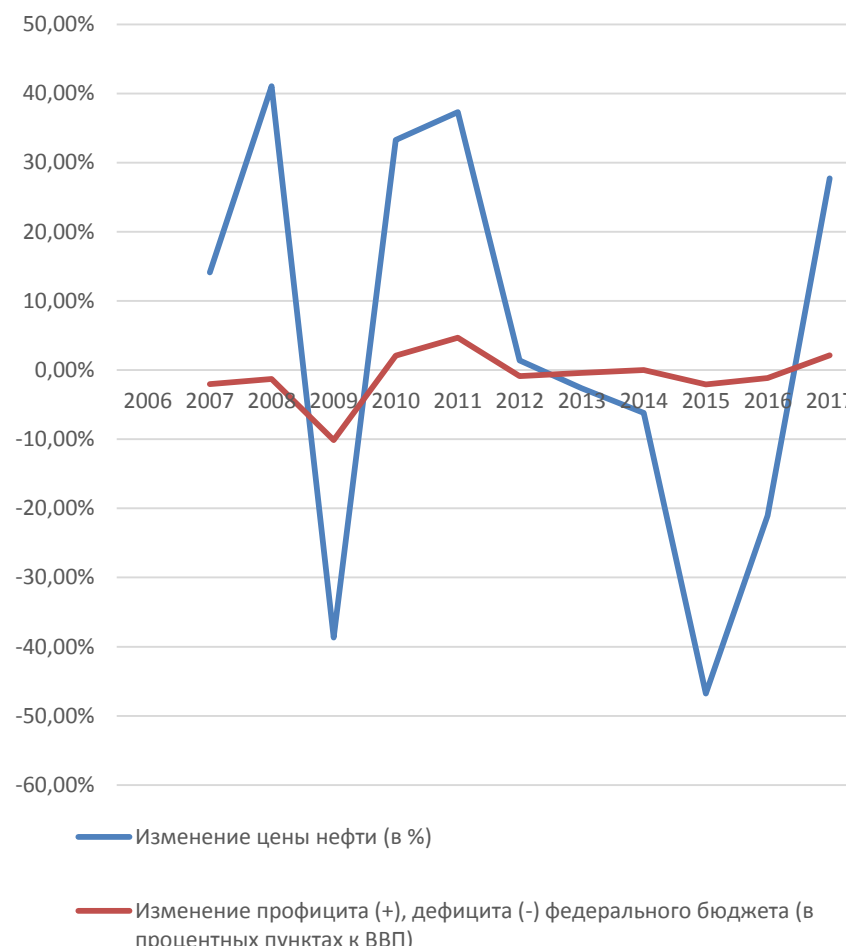
Источник данных:
http://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/trade/crude_oil.xls и
<https://www.minfin.ru/ru/statistics/fedbud/>

Динамика экспортных цен нефти и состояние федерального бюджета

Обнаруживается зависимость между изменениями нефтяных цен (в %) и соотношением доходов и расходов (дефицита/профицита) федерального бюджета: коэффициент корреляции между ними составляет 0,68

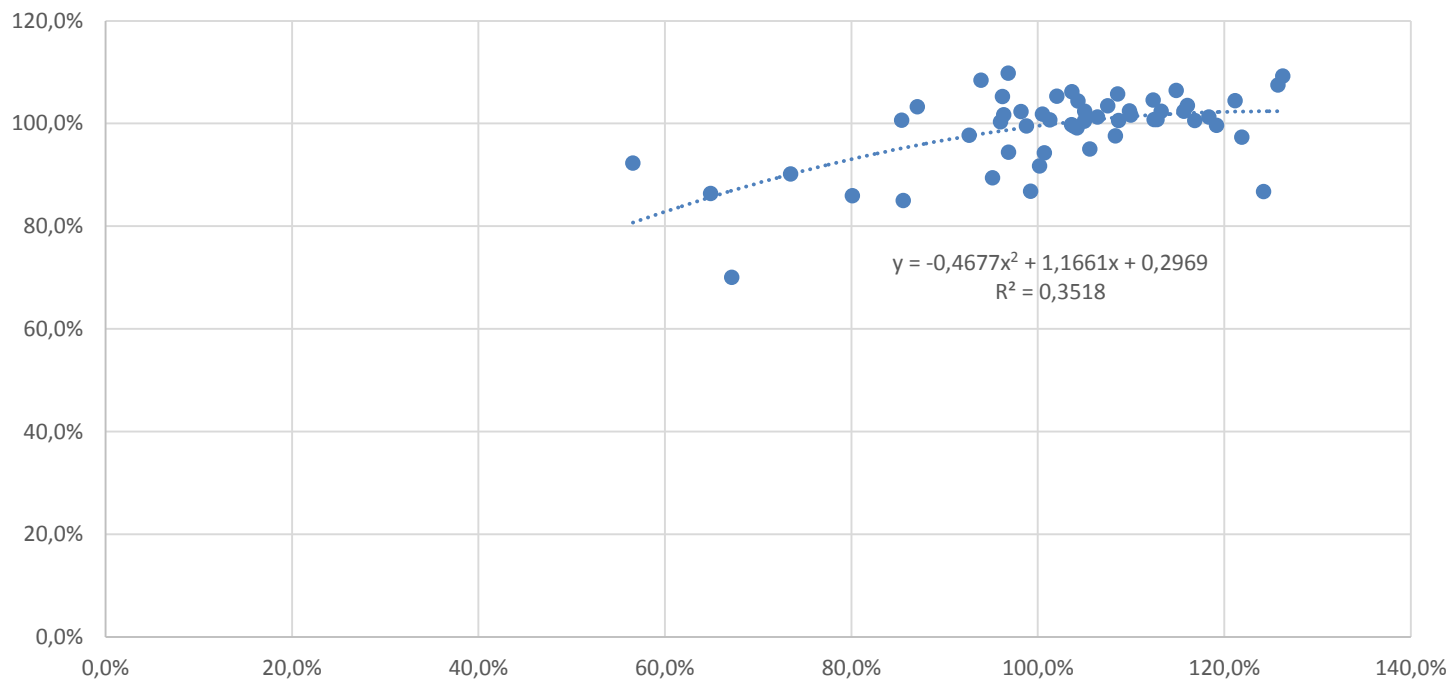
Источники данных:

http://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/trade/crude_oil.xls и <https://www.minfin.ru/ru/statistics/febud>



Динамика экспортных цен нефти и обменного курса рубля

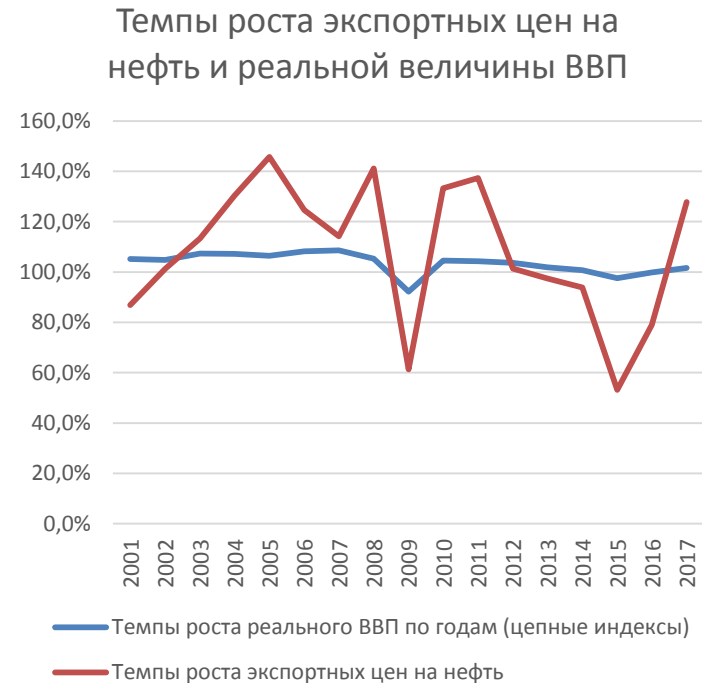
Темпы роста экспортных цен нефти (ось x) и курса рубля к доллару США (ось y)



Источники: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> и http://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/trade/crude_oil.xls

Динамика цен на нефть и ВВП

Изменения цен на нефть оказывают заметное влияние на динамику реальной величины ВВП: коэффициент корреляции составляет здесь 0,754



Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- О роли сырьевого сектора в российской экономике
- Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Важнейшие характеристики

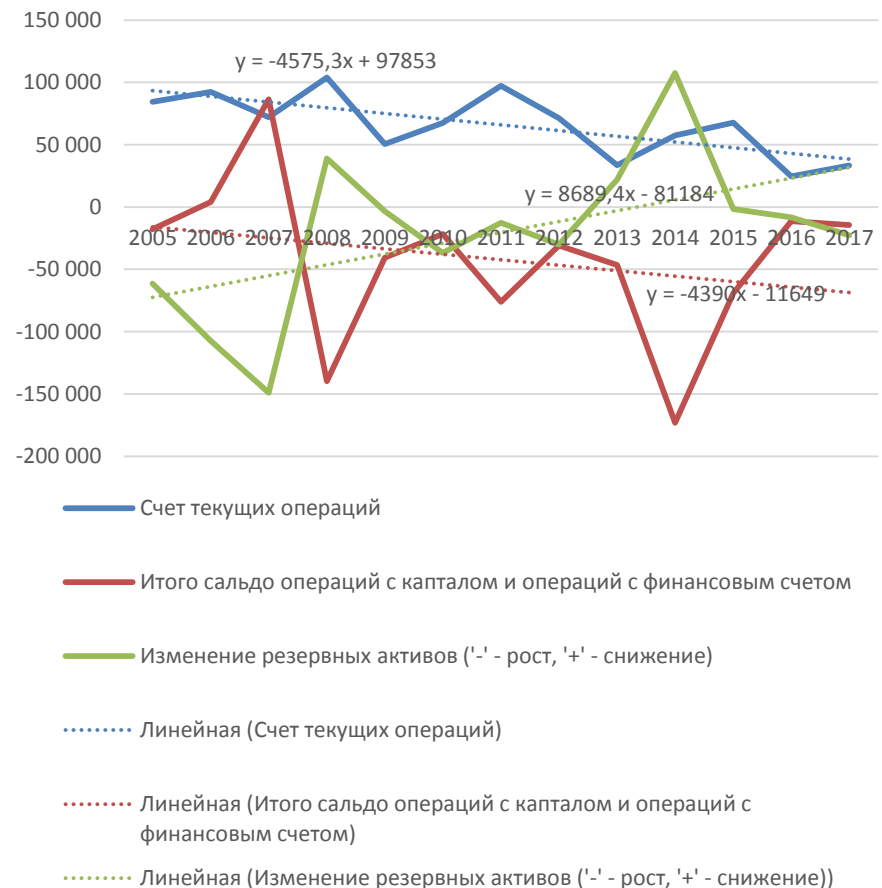
- Формирование значительных международных резервов для адаптации к высокой волатильности сырьевых рынков
- Поддержание крупного актива текущих статей платежного баланса
- Поддержание курса рубля на уровне, существенно заниженном по отношению к паритету его покупательной способности

Особенности платежного баланса

- Совокупный актив текущих статей платежного баланса за 2005 – 2017 гг. – 855,7 млрд. долл. (65,8 млрд. долл. в год) характеризует величину издержек, связанных с формированием «подушки безопасности»
- Коэффициент вариации актива по текущим статьям – 36,9%
- Коэффициент вариации сальдо потоков капитала частного сектора – (-146,4%)
- Коэффициент вариации сальдо изменения резервов – (-300,61%)

Источник данных:
<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=svs>

Динамика сальдо текущих статей, частного капитала и резервных активов



Степень заниженности курса рубля к паритету его покупательной способности

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ППС, руб./долл. США	15,82	17,35	18,46	19,42	21,01	23,59	24,36	24,34
ППС, долл. США/руб.	0,063	0,058	0,054	0,051	0,048	0,042	0,041	0,041
Рыночный курс рубля (средний за год)	0,033	0,034	0,032	0,032	0,028	0,017	0,015	0,017
Рыночный курс рубля к ППС (%)	52,1%	58,6%	59,1%	61,4%	59,7%	40,2%	36,4%	41,6%
1) На основе результатов годовых международных сопоставлений, проводимых ОЭСР. Источник: Россия и страны мира, 2018. с.93								

Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- О роли сырьевого сектора в российской экономике
- **Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики**
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Особенности макроэкономической модели, применявшейся до конца 2014 года

- Бивалютный коридор как инструмент, обеспечивающий предсказуемую динамику курса рубля
- Сосредоточение ЦБ на управлении обменным курсом за счет интервенций на валютном рынке
- Стерилизация «избыточной денежной массы» Минфином посредством ее изъятия в Стабилизационный фонд
- Ответственное решение системного характера, принятое в условиях режима регулируемого валютного курса – снятие (с 2004 по 2007 гг.) ограничений по трансграничному перемещению капитала

Важнейшие результаты, полученные в благоприятных внешних условиях

- Основные условия этого периода:
 - Резкое снижение номинального и реального курса рубля в сентябре – октябре 1998 г. (до 50-60% от уровня первой половины года)
 - Серьезное улучшение условий международной торговли (за 1999-2007 гг. мировые цены на нефть выросли почти в 4 раза)
- Динамичный экономический рост, повышение инвестиционной активности, увеличение жизненного уровня населения (см. Графики, [слайд 2](#))
- Поддержание макроэкономического равновесия (постепенное снижение уровня инфляции и процентной ставки (см. Графики, [слайд 3](#)), устойчивое повышение капитализации фондового рынка и некоторого роста (начиная с 2003 г.) номинального курса рубля (см. Графики, [слайд 4](#))
- Крупный профицит федерального бюджета (см. Графики, [слайд 5](#)), нарастание валютных резервов ЦБ и увеличение Стабилизационного фонда Правительства (см. Графики, [слайд 6](#))
- Быстрое увеличение внешней задолженности частного сектора (на конец I кв. 2008 г. она составила 436 млрд. долл., в том числе банковского сектора – 171 млрд. долл.) - результат свободы трансграничного движения капитала и повышавшегося курса рубля

Катастрофа в условиях мирового финансово-экономического кризиса

- Начавшийся в июле 2008 г. под влиянием мирового финансового кризиса отток капитала вызвал падение фондовых индексов, и сильное давление на рубль в сторону понижения
- Ситуация резко осложнилась в октябре – ноябре в результате обрушения мировых цен на нефть. Этот шок со стороны спроса перевел экономику в глубокую рецессию (промышленное производство упало в ноябре на 8,7%, в декабре – на 10,3%, в январе – на 16%, в феврале – на 13,2%)
- Была подорвана макроэкономическая стабильность: всплеск инфляции, нарастание неплатежей, резкое падение валютного курса рубля
- Обвал обменного курса рубля наряду с падением фондовых котировок привел к катастрофическому ухудшению финансового положения банков и предприятий реального сектора экономики, имевших значительную валютную задолженность

Реакция правительства на начальном этапе кризиса (до конца октября 2008 г.)

- Особенность начального этапа: стремление справиться с кризисом **исключительно** за счет инструментов денежно-кредитной политики: валютных интервенций ЦБ и поддержания им ликвидности банковского сектора
- Однако, сформировался механизм автоматической стерилизации денежных средств, эмитированных ЦБ: рубли тут же уходили на валютный рынок, где обменивались на валюту, предоставляемую из резервов ЦБ
- Поэтому попытка поддерживать курс рубля интервенциями на валютном рынке привела к:
 - Началу быстрого истощения валютных резервов (уже к 19 сентября 2008 г. они уменьшились на 36 млрд. долл.)
 - Обострению дефицита ликвидности в банковском секторе и заметному ухудшению условий кредитования реального сектора экономики
 - Фактическому превращению валютных интервенций ЦБ в форму субсидирования бегства капитала из страны

Коррективы, внесенные в антикризисную политику с конца октября – начала ноября 2008 г.

- Проведение политики высоких процентов (ставка рефинансирования ЦБ была 1 декабря 2008 г. повышена до 13%)
- Продолжение расходования валютных резервов с целью обеспечить «мягкую девальвацию» рубля
- Активное использование широкого комплекса мер административного характера, направленных как на ограничение оттока капитала из страны, так и на поддержку реального сектора экономики
- Благодаря принимавшимся мерам, а также повышению нефтяных цен, начавшемуся со второго квартала 2009 г., удалось предотвратить крупные банкротства производственных корпораций и банков, обеспечить поддержание относительной социальной стабильности

Цена обвала

- Один из глубочайших в мире в период мирового финансово-экономического кризиса спадов производства (-7,8% в 2009 г.), резкое обесценение рубля, снижение жизненного уровня населения
- Колоссальная цена предотвращения катастрофы в денежно-финансовой сфере: с 1 августа 2008 по 1 февраля 2009 г. валютные резервы уменьшились на треть – с 597 млрд. долл. до 387 млрд. долл.

Достижения и проблемы посткризисного развития

- Успешный восстановительный период:
 - Относительная стабилизация уровней инфляции, процентной ставки (Графики, **слайд 3**) и курса рубля (Графики, **слайд 4**)
 - Восстановление экономической активности - рост ВВП в 2010 г. – 104.5%, в 2011 г. - 104.3%; выход на уровень 2008 г. по итогам 2011 г. (Графики, **слайд 2**)
- Затухающая динамика развития экономики в 2012 – 2014 гг. (соответственно 103.7%, 101.8%, 100.7% роста ВВП)
- Начало введения с 2014 г. антироссийских санкций подчеркивает риски, связанные с глубокой интегрированностью России в мирохозяйственные отношения (санкции как, прежде всего, «шок со стороны предложения»)

Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Смена макроэкономической модели

- Стремясь ограничить влияние внешних шоков на экономику (эффект мирового финансово-экономического кризиса и, по всей видимости, – опасений, связанных с возможным усилением санкций), ЦБ ведет подготовку к переходу, а в последнем квартале 2014 г. и осуществляет переход к **режиму свободного плавания рубля**
- Ключевой задачей ЦБ объявляется таргетирование **уровня инфляции**, а основным инструментом решения этой задачи становится ключевая процентная ставка (Графики, **слайд 9**)

Первые последствия: обвал рубля и погружение в новый кризис

- Обвал на валютном рынке в конце 2014 г. при значительном усилении волатильности курса рубля и их основные последствия:
 - Резкое обострение проблемы валютной задолженности крупных корпораций и банков
 - Серьезный шок со стороны предложения (удорожание импортных товаров), усиленный постепенно ужесточающимися антироссийскими санкциями
 - Осложнение принятия решений экономическими агентами в условиях резко усилившейся неопределенности в отношении величины валютного курса
- Эти изменения происходили на фоне начавшегося еще в 3 кв. 2014 г. падения мировых цен на нефть
- Результат: два года нового спада (хотя и не очень глубокого): 2015 – 97.5%, 2016 – 99.8% (Графики, **слайд 2**)

Реакция правительства и Центрального банка

- Резкое повышение ключевой процентной ставки (Графики, **слайд 3**)
- Создание механизмов поддержки банков, оказавшихся в тяжелом положении из-за обрушения курса рубля
- Вынужденный отказ от политики профицитного бюджета
- Использование механизма антисанкций, в том числе для смягчения внешней конкуренции в сельском хозяйстве и ряде других приоритетных производств (политика замещения импорта)

Коррекция макроэкономической модели

- Постепенное повышение цены на нефть, начиная со второй половины 2016 г.
- Политика Центрального банка
 - Жесткое проведение ЦБ линии на снижение инфляции до уровня не выше 4% годовых
 - Консервативное отношение к снижению ключевой процентной ставки
 - Поддержание режима свободного плавания рубля при отсутствии ограничений на трансграничные потоки капитала
- Политика Минфина
 - Возвращение к политике накопления международных резервов, но теперь уже за счет использования средств министерства финансов для интервенций на валютном рынке и накопления резервного фонда
 - Возвращение к политике сбалансированного, а, в идеале, профицитного бюджета
 - Разработка налогового маневра (резкое снижение экспортных пошлин, увеличение налога на добычу полезных ископаемых и уменьшение акцизов на нефтепродукты). Главная задача – снизить зависимость поступлений в бюджет от изменений мировых цен на нефть

Современное состояние российской ЭКОНОМИКИ

- С 2017 г. экономика возвращается в зону низких темпов экономического роста: в 2017 году и первые три квартала 2018 г. ВВП рос со скоростью примерно в 1,6% в годовом исчислении
- Обеспечено снижение уровня инфляции до целевого уровня (4% в год)
- Сохраняется высокая волатильность валютного курса рубля (Графики, **слайд 4**)

Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- О роли сырьевого сектора в российской экономике
- Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Область согласия среди оппонентов в оценке проводимой политики

- Высокая волатильность мировых цен на сырье (прежде всего на нефть и газ), действительно, оказывает большое влияние на развитие российской экономики
- У обеих макроэкономических моделей, применявшихся в России, есть общая черта: в обоих случаях первичными были вопросы финансовой стабильности, вторичными – вопросы экономического роста
- Реализация обеих моделей оказалась сопряжена с необходимостью омертвления огромных ресурсов в разного рода «подушках безопасности»
- Применяемая после 2014 г. модель позволяет обеспечить устойчивость рубля лишь на непродолжительные отрезки времени; в целом, сохраняется высокая волатильность курса и связанная с этим неопределенность условий хозяйственной деятельности
- Эта модель приводит также к тому, что запретительную для нормальной инвестиционной активности процентную ставку приходится поддерживать в течение недопустимо длительного времени
- В целом, имеется согласие в отношении того, что проводимая макроэкономическая политика **не позволяет решить ключевую задачу гармонизации установок на текущую стабильность и устойчивый долговременный рост**

Область согласия среди оппонентов в отношении насущных действий

- Необходимость обеспечения полного использования имеющихся у страны ресурсов за счет отказа от политики «избыточных резервов» и серьезное повышение на этой основе темпов экономического роста
- Принципиальная значимость для модернизации и обеспечения высокой динамики российской экономики активного участия государства в разработке и реализации (совместно с частным сектором) крупных стратегических проектов

Дискуссионная область – возможности монетарной политики

- Одна из распространенных позиций: для финансового обеспечения стратегических проектов следует не бояться широко прибегать к эмиссионным возможностям ЦБ
- Приводимые аргументы в пользу такой позиции:
 - Низкий уровень монетизации российской экономики
 - Слабое влияние на инфляцию денежной эмиссии, направляемой по каналам проектного финансирования
- Альтернативная точка зрения: необходимо проявлять осторожность в использовании денежной эмиссии для финансирования стратегических проектов, тем более что в распоряжении государства имеются другие источники денежных ресурсов для решения этой задачи

Аргументы в пользу сдержанного подхода к денежной эмиссии

- Верхний график: устойчивый рост монетизации российской экономики
- Нижний график: демонстрирует влияние увеличения денежного предложения на инфляцию
- Выводы:
 - Монетизация увеличивается естественным образом по мере роста спроса на реальные денежные балансы
 - Инфляционный эффект не исчезает при направлении денежной эмиссии по каналам проектного финансирования: эти каналы не изолированы от остальной экономики
 - Тезису о нехватке денег явно противоречат данные о структурном профиците средств в банковском секторе и наличии крупных денежных ресурсов у реального сектора экономики



Вопросы

- Специфика макроэкономического развития в условиях сырьевой экономики
- О роли сырьевого сектора в российской экономике
- Российский опыт адаптации макроэкономической политики к особенностям сырьевой экономики
 - Общие черты макроэкономических моделей, реализовавшихся в течение всего периода
 - Модель, основанная на регулируемом валютном курсе
 - Модель, основанная на режиме «свободного плавания» рубля
- Что делать?
 - Общее и особенное во взглядах оппонентов проводимой политики
 - Авторская позиция

Отношение к валютному режиму

- Сохранение режима плавающего курса рубля
- Введение для сокращения волатильности трансграничных потоков капитала налога Тобина, ставки которого могут в любой момент изменяться ЦБ
- Принятие мер, направленных на недопущение ущерба от этой меры для населения, импортеров и стратегических инвесторов (резидентов – за границей, нерезидентов – в России)
- Ожидаемый эффект: резкое уменьшение волатильности валютного курса, снижение спроса на иностранную валюту и иностранные активы

Меры, направленные на снижение цены денег

- Наличие эффективного инструмента, позволяющего не допускать резких колебаний трансграничных потоков капитала, даст возможность весьма быстро привести процентные ставки к уровню, благоприятному для ведения хозяйственной деятельности
- Связанное со снижением процентной ставки увеличение номинального денежного предложения будет являться результатом роста спроса экономических агентов на реальные денежные балансы, а потому, при аккуратном проведении, не будет иметь сколько-нибудь существенного инфляционного эффекта (Графики, **слайд 7**)

Целесообразность отказа от налогового маневра

- Налоговый маневр резко усилит влияние колебаний внешних цен на финансовое положение и выпуск нефтяных компаний, а через систему межотраслевых связей – на всю экономику
- Крайне сомнительно, что «отрицательный акциз» окажется эффективным инструментом демпфирования шоков, связанных с повышением уровня и волатильности внутренних цен на нефть

Роль экспортных пошлин и налога на добычу полезных ископаемых

- величиной экспортных пошлин следует маневрировать исходя, главным образом, не из фискальных соображений, а из их влияния на нефтедобычу
- Совершенствование налога на добычу полезных ископаемых должно быть нацелено на **более полное отражение в его ставках различий в продуктивности конкретных месторождений сырья**. Это позволит собственнику недр – государству - серьезно улучшить процесс изъятия природной ренты и благодаря этому добиться выравнивания уровней доходности капитала, применяемого в сырьевых и несырьевых отраслях, что крайне важно для осуществления модернизации российской экономики

Насущные изменения в политике формирования государственных резервов (1)

- Общая направленность изменений – [отказ от избыточных резервов](#) (Графики, [слайд 8](#)) и активное использование высвобождающихся средств для реализации крупных производственных проектов на основе частно-государственного партнёрства
- Ограничение классических валютных резервов максимум 50 млрд. долл.
- Серьезного внимания заслуживает идея формирования государственных резервов нефти, которые служили бы важным элементом регулирования российского нефтяного рынка

Насущные изменения в политике формирования государственных резервов (2)

- В условиях, когда источником кризиса является падение мировых цен на нефть низкоэффективной оказывается политика, ориентированная на максимальное «выжимание» ресурсов из нефтяного сектора для поддержания валютного курса, банковской системы, обеспечения минимально необходимых расходов бюджета
- Правильнее идти на быстрое снижение (вплоть до обнуления) экспортных пошлин до уровня, обеспечивающего сохранение доходов нефтяного сектора, и полную компенсацию потерь бюджета за счёт резервного фонда
- Такой подход направлен на обеспечение нормальных условий для функционирования (включая инвестиционную деятельность) в потенциально кризисных условиях этой важнейшей для страны отрасли, а через систему межотраслевых связей – всей экономики
- Анализ динамики нефтегазовых доходов бюджета подводит к выводу, что для поддержания их устойчивости требуется резервный фонд, максимальный уровень которого не превышает 100 – 150 млрд. долл. (Графики, **слайд 8**)
- Дополнительные рентные доходы от природных ресурсов должны направляться в фонд национального благосостояния и использоваться для реализации проектов, имеющих стратегическое значение для развития российской экономики

Спасибо за внимание!