

Предварительные выводы миссии МВФ

28 мая 2007 г.

1. **Рост ВВП продолжается, в то время как экономика близка к своему потенциалу.** Расширение внутреннего спроса намного опережает производство, что приводит к быстрому снижению профицита счета текущих операций. Оживление спроса отражает благоприятные внешние условия, а именно: высокий уровень нефтяных цен, а также расширение притока капитала на развивающиеся рынки, и не в последнюю очередь - в Россию, рост инвестиций и дальнейшее укрепление связи между ростом производительности труда, реальной заработной платой и потреблением, а также заметное смягчение бюджетной политики. С учетом прогнозируемого сохранения на высоком уровне нефтяных цен и притока капитала, а также уверенного настроения инвесторов, мы ожидаем, что рост останется в 2007 году на уровне 7 процентов. На самом деле рост может оказаться еще более высоким, в зависимости от масштабов предполагаемого дальнейшего смягчения бюджетной политики.

2. **Оба профицита сокращаются очень быстрыми темпами, а рубль продолжает быстро укрепляться в реальном выражении, отчасти вследствие того, что правительство продолжает увеличивать расходование нефтяных доходов.** Ожидается, что через два года бюджет сектора государственного управления будет в целом сбалансирован – это резкое снижение по сравнению с прошлогодним профицитом в размере 8½ процентов ВВП. Кроме того, профицит счета текущих операций, согласно прогнозам, исчезнет в течение последующих двух лет, – что также представляет собой резкое снижение по сравнению с прошлогодним профицитом в размере почти 10 процентов ВВП. В этой связи важно отметить, что если раньше значительные прибыли, связанные с благоприятными условиями торговли, вызванными высокими ценами на нефть, в основном накапливались, то сейчас они, во все большей мере, поступают в экономику в связи с ростом расходования нефтяных доходов. Мы понимаем, что власти планируют постепенное наращивание расходов в течение последующих нескольких лет. Поскольку это происходит в период, когда ресурсные ограничения становятся более жесткими, а спрос со стороны частного сектора все более оживленным, то такая бюджетная политика приводит к росту спроса, еще более опережающего рост производства, ускорению темпов реального укрепления рубля, а также сокращению профицита счета текущих операций.

3. **Быстрое реальное удорожание рубля является источником роста напряженности между бюджетной и денежно-кредитной политикой.** В ситуации, когда экономика уже совсем близка к потенциалу, наращивание бюджетного ускорения, при одновременном давлении на ЦБ РФ в плане принятия мер противодействия растущему в результате этого ускорения давлению в

направлении повышения курса рубля, означает рост напряженности внутри системы мер макроэкономической политики. Поскольку свободных ресурсов в экономике уже нет, нестерилизованные валютные интервенции будут быстро приводить к повышению инфляции, и ЦБ РФ остается лишь выбирать между реализацией неизбежного реального укрепления рубля через более высокую инфляцию или через номинальное удорожание. Определенное укрепление рубля в реальном выражении является даже желательным, поскольку оно помогает сократить большой профицит счета текущих операций, являющегося следствием исключительно высоких прибылей от благоприятных условий торговли в период 2004-06 годов, причем миссия считает, что в настоящее время проблема конкурентоспособности не стоит. Тем не менее, темпы реального укрепления рубля явно становятся неприемлемыми с политической точки зрения, и единственным эффективным политическим инструментом, который может быть использован для влияния на указанные темпы роста, является откладывание дальнейшего расходования нефтяных доходов до момента, когда достаточно возрастет способность экономики к их поглощению либо в результате большего потенциального роста либо через снижение спроса частного сектора.

4. Это предполагает необходимость в переносе акцентов в системе мер макроэкономической политики. Необходимо провести калибровку бюджетной политики, в большей мере нацеливая ее на снижение давления факторов циклического характера, при одновременном переносе фокуса денежно-кредитной политики на снижение инфляции в условиях более гибкой курсовой политики. В этой связи бюджетную политику все больше придется подстраивать под задачи нейтрализации влияния расширенного притока капитала на внутренний спрос. Это будет труднее, чем обеспечение поддержки задаче сохранения нефтяных доходов в стабилизационном фонде, так как для этого потребуются сокращение ненефтяного дефицита.

Бюджетная политика

5. В описанной ситуации предложенное смягчение бюджетной политики вызывает определенную озабоченность. Утвержденный бюджет на 2007 год и бюджет на период 2008-2010 годов уже предусматривают увеличение ненефтяного дефицита в размере 2½ процента ВВП до 2009 года, которое следует непосредственно за расширением такого дефицита на 1,6 процента ВВП в течение 2005-06 годов. В проекте дополнительного бюджета на 2007 год, рассматриваемого в настоящее время, предусмотрено повышение расходных полномочий на 2¼--процента ВВП, которые должны быть распределены на последующие 4 года. В этой ситуации, по оценкам миссии, планируемое увеличение ненефтяного дефицита в течение 2007-2009 годов составит 3 процента ВВП. С учетом перспективы сохранения оживленного спроса со стороны частного сектора, миссия считает, что это может еще более усугубить существующую напряженность между бюджетной и кредитно-денежной политикой.

6. Миссия рекомендует не допускать на данном этапе дальнейшего увеличения нефтяного дефицита. Мы рекомендуем, сохраняя функцию стабилизационного фонда по автоматическому страхованию бюджета от любого неожиданного снижения цен на нефть, не допускать дальнейшего увеличения нефтяного дефицита, пока не ослабнет давление со стороны факторов циклического характера. С учетом текущего прогноза это предполагает, что не следует принимать дополнительный бюджет на 2007 год, предусматривающий увеличение расходов, а также что в бюджете на 2008 год следует сохранить нефтяной дефицит в процентном отношении к ВВП на уровне, на котором он прогнозируется на основе действующего закона о бюджете на 2007 год.

7. Правительству также необходимо рассмотреть вопрос о том, способствуют ли предлагаемые расходы эффективному использованию нефтяных богатств России и долгосрочному росту. Мы понимаем, что при выработке бюджетной политики правительству приходится искать баланс между необходимостью принимать меры по сглаживанию цикличности и необходимостью совершенствовать инфраструктуру и стимулировать развитие. Однако в период с 2005 года увеличивались в основном текущие расходы, которые в одном 2007 году должны вырасти на 1,4 процента ВВП. Это мало повлияет на долгосрочный экономический рост. Правда, в противоположность прежней ситуации, в проекте дополнительного бюджета на 2007 год большая часть дополнительных расходов нацелена на инвестиции и иные проекты, которые в потенциале могут дать подобный эффект. Тем не менее, нас беспокоит, что некоторые эти расходы приведут к заметному увеличению масштабов вмешательства государства в экономику. Кроме того, говоря об обычных государственных расходах, финансирующих стандартные функции государства, мы сомневаемся в эффективности их значительного роста в ситуации, когда задерживается реализация ключевых реформ, направленных на повышение эффективности работы государственного сектора. Трудность обеспечения поддержки таким реформам иллюстрируется очень быстрым ростом занятости в государственном секторе за последние 4-5 лет, что абсолютно противоречит долгосрочной цели правительства по сокращению такой занятости.

8. Даже оставляя в стороне проблемы эффективности государственных расходов, правительству следовало бы вообще рассмотреть вопрос о целесообразности расходования большей части прибылей от благоприятных условий торговли в течение последующих нескольких лет, особенно с учетом того, что многие чрезвычайно важные и дорогостоящие реформы еще предстоит осуществить. Например, пенсионная реформа. По оценкам миссии ежегодные трансферты правительства в Пенсионный фонд должны будут постепенно увеличиться до 3 процентов ВВП, для того чтобы стабилизировать коэффициент замещения на текущем уровне. Мы бы предложили более тесно увязывать темпы расходования нефтяных богатств России с темпами реформ.

9. **При дальнейшем увеличении расходов сжимается поле для маневра в случае падения цен на нефть.** Параметры трехлетнего бюджета предполагают, что бюджет 2009 года, по мнению российских властей, будет сбалансирован при цене около 52 долларов США за баррель. Учитывая параметры проекта дополнительного бюджета на 2007 год, цена на нефть, при которой бюджет будет сбалансирован, составляет уже 56 долларов за баррель. Хотя падение цен ниже указанного уровня не обязательно означает немедленного ввода болезненных ограничений – существенные резервы России и низкий уровень задолженности предоставляют значительные возможности для финансирования дефицита, – сам факт того, что бюджет еще в прошлом году остался бы сбалансированным при цене на нефть даже ниже 30 долларов США за 1 баррель, говорит о том, с какой скоростью сокращаются возможности для маневра. В этой связи риски вызванного бюджетными причинами невыполнения целевых показателей реального обменного курса и баланса счета текущих операций усиливаются также фактической стагнацией нефтяного сектора, как показано ниже. Вялый рост в нефтяном секторе означает, что относительные размеры наиболее важной доходной базы правительства в среднесрочной перспективе существенно сократятся. На основании этих соображений можно предположить, что дальнейшее наращивание совокупных расходов бюджета существенно усугубляет риск проциклического ужесточения бюджетной политики в случае падения цен на нефть в будущем. Это еще раз свидетельствует о необходимости продолжать реформы, направленные на повышение эффективности, чтобы создать больше финансовых возможностей для осуществления важных структурных реформ, которые еще предстоит осуществить.

10. **Изменения в порядке налогообложения и расходования нефтяных доходов, предусмотренное в среднесрочной перспективе, целиком и полностью приветствуется, однако задержка с их реализацией вызывает озабоченность по поводу реалистичности данных планов.** Согласно плану Правительства, после того, как размер стабилизационного фонда достигнет 10 процентов от ВВП, вся сумма нефтяных и газовых доходов будет направляться в новый фонд будущих поколений, при этом будет предусмотрен ежегодный фиксированный трансферт в бюджет, а ненефтяной дефицит будет ограничен на уровне 4,7 процента ВВП. Все эти меры соответствуют наилучшей международной практике. Это не только укрепит бюджетную политику в аспекте управления спросом, но также и позволит в большей мере учитывать интересы будущих поколений при принятии решений о расходовании средств. Тем не менее, реализация данного плана задерживается – потолок для ненефтяного дефицита вступает в силу только в 2011 году, а в промежуточный период трехлетний бюджет России предполагает движение в противоположном направлении, что означает, что следующему правительству придется ужесточить бюджетную политику более чем на 2 процента ВВП в 2010-2011 годах, то есть в конце следующего выборного цикла. Кроме того, вызывают озабоченность такие аспекты дополнительного бюджета, как утверждение в рамках бюджета на 2007 год значительных расходов, которые будут реально

осуществляться в последующие годы, и при этом не подпадают под устанавливаемый потолок ненефтяного дефицита, а также расширение использования внебюджетных фондов. Оба эти фактора идут вразрез с существенным продвижением, которое было достигнуто Россией в вопросе установления контроля над расходованием средств и в бюджетном планировании.

Денежно-кредитная и курсовая политика

11. **Возврат к обменному курсу в качестве приоритета политики ЦБ РФ угрожает обратить вспять недавние достижения в сокращении инфляции.** В период до 2005 года политика постепенного номинального обесценивания рубля в условиях мощного притока средств, связанных с нефтью, привела к закреплению инфляции на относительно высоком уровне. С 2005 года рост укрепления рубля в результате большей гибкости обменного курса помог в обуздании инфляции и снижении инфляционных ожиданий. Сейчас, в условиях усиливающегося притока капитала, власти, похоже, возвращаются на более инфляционный путь. Новые усилия по сдерживанию темпов укрепления рубля вылились в беспрецедентные объемы приобретения иностранной валюты, составившим в период марта-апреля около 50 миллиардов долларов США. А это, в свою очередь, привело к резкому увеличению темпов роста денежной базы, достигшим за тот же двухмесячный период около 23 процентов. Более того, в условиях фактического существования целевого показателя по обменному курсу любые попытки стерилизации такой дополнительной ликвидности неизбежно носили ограниченный характер. Мы согласны с ЦБ РФ в том, что без большей гибкости обменного курса любые шаги по повышению межбанковских процентных ставок до уровней, превышающих мировые, окажутся в основном неэффективными, так как лишь привлекут новый приток капитала. С нашей точки зрения, такое увеличение ликвидности в конце концов выльется в более высокие цены, несмотря на устойчивое продолжение процесса ремонитизации, что поставит под угрозу выполнение задач ЦБ РФ в области инфляции на 2007-08 годы.

12. **Проблема балансирования между борьбой с инфляцией и противодействием укреплению рубля, по-видимому, будет все более усугубляться для ЦБ РФ.** Отчасти это отражает давление в сторону повышения реального курса рубля, связанное с ослаблением бюджетной политики на фоне оживленного спроса и усугубления дефицита ресурсов. Кроме того, устойчивый рост, повышение доходов и расширение возможностей позволяют предположить, что интерес иностранных инвесторов к российским активам останется высоким. Таким образом, мы ожидаем, что увеличение внешнего притока средств будет осуществляться в основном через счет операций с капиталом, а не через счет текущих операций. В отличие от нефтяных доходов, средства, поступающие через счет операций с капиталом, не стерилизуются автоматически через стабилизационный счет. Это в еще большей степени осложнит проблему балансирования, стоящую перед ЦБ РФ. И наконец, если в последние два года реальное инфляционное давление маскировалось более медленным повышением

регулируемых цен, решимость правительства пойти на повышение внутренних цен на газ и электроэнергию в период 2008-2011 годов предполагает, что в будущем регулируемые цены внесут свой вклад в инфляционное давление, что еще более затруднит для ЦБ РФ решение задачи достижения компромисса между своими задачами в области курсовой и инфляционной политики.

13. **Принимая во внимание эти соображения, мы считаем целесообразным рекомендовать ЦБ РФ в своей политике вновь ориентироваться прежде всего на инфляцию.** Это означает, что не следует вмешиваться в поведение обменного курса, позволив рублю дорожать столько, сколько требуется, чтобы инфляция оставалась в заданных рамках. В этой связи следует отметить, что мы поддерживаем целевые показатели инфляции, установленные на уровне 7-8 процентов на 2007 год и 6-7 процентов на 2008 год как вполне обоснованные и достижимые. Учитывая дополнительные издержки, которые потребуются, чтобы вновь заставить инфляцию снижаться, если допустить раскручивание инфляционных ожиданий, важно удерживать инфляцию от повышения в течение ближайших месяцев. Это означает, что нельзя откладывать переориентацию кредитно-денежной политики. Кроме того, в условиях российской кредитно-денежной системы большая гибкость обменного курса могла бы позволить ЦБ РФ лучше контролировать процентные ставки на внутреннем рынке, а таким образом могла бы стать важным шагом к внедрению формального таргетирования инфляции.

14. **ЦБ РФ выразил озабоченность в связи с тем, что продолжение укрепления рубля будет стимулировать приток спекулятивного капитала.** Мы согласны с тем, что медленное, но стабильное удорожание рубля в течение 2005-2006 годов обеспечило инвесторам предсказуемый сценарий поведения обменного курса и фактически стимулировало валютных спекулянтов к игре в одну сторону. Однако, проводимая политика противодействия повышению курса рубля, станет, с нашей точки зрения, лишь дополнительным стимулом для игры в том же направлении, поскольку рост интервенций обычно приводит к ускорению роста денежной массы, что, в свою очередь, может обострить усугубляющееся противоречие между целями курсовой и инфляционной политики ЦБ РФ. Это только укрепит рынки в их ощущении, что от целевого показателя в рамках курсовой политики придется в конечном итоге отказаться, чтобы удерживать под контролем инфляцию. Таким образом, мы считаем, что быстрое укрепление рубля не подбросит горячего в топку спекуляций, а наоборот отрицательно скажется на притоке спекулятивного капитала, обеспечив большую сбалансированность рыночных ожиданий в отношении будущего обменного курса.

15. **С точки зрения миссии, повышение резервных требований не решает те проблемы, которые могут быть эффективно решены только путем более фундаментального пересмотра бюджетной и курсовой политики.** Недавнее повышение нормативов обязательных резервов, которое должно начать

действовать с 1 июля, было предпринято с целью сдерживания роста денежной массы. По-видимому, ЦБ РФ готов еще выше поднять эти ставки, если это потребуется для обеспечения контроля над ростом денежной массы. Признавая, что более высокие требования к резервам могут оказывать непосредственное влияние на кредитно-денежные условия, чрезмерное увлечение этим инструментом может в долгосрочной перспективе привести к серьезным отрицательным последствиям, поскольку он повышает издержки, связанные с посреднической ролью банков, искажая таким образом развитие финансовой системы в сторону небанковских институтов. Поэтому в идеале этот инструмент, как и другие административные меры пруденциального характера, лучше приберечь для решения задач обеспечения финансовой стабильности.

Финансовый сектор.

16. **Мы с удовлетворением отмечаем динамичное развитие финансового сектора.** Расширение финансовых рынков и рост кредитования, не в последнюю очередь потребительского кредитования и ипотеки, а также развитие рынка корпоративных облигаций в сочетании со снижением стоимости заимствований, - все эти факторы внесли значительный вклад в стимулирование роста. Вместе с тем, еще не создан полный спектр современных инструментов, необходимых для обеспечения динамичного развития корпоративного сектора. Создать условия для дальнейшего развития можно было бы путем устранения противоречий между различными нормативно-законодательными актами и четкого разграничения функций между различными органами, осуществляющими регулирование данного сектора.

17. **В условиях увеличения рисков сектора, вызванного бурным ростом кредитования, подстегнутого увеличением притока капитала, требуется усиление бдительности органов регулирования.** Несмотря на уверенность участников рынка и органов регулирования в том, что в целом банки привели свои внутренние процедуры управления рисками в соответствие с новыми требованиями, вызванными ростом объемов кредитования, они, тем не менее, испытывают озабоченность по поводу излишне рискованной практики кредитования ряда банков, в особенности на рынке потребительских кредитов. Кроме того, потенциально серьезные риски также связаны с резким увеличением открытых позиций, поскольку банки все больше финансируют свое кредитование в рублях посредством заимствований в валюте, а также с существенным ростом рублевых корпоративных облигаций в портфелях банков. Эти риски усугубляются отсутствием у многих банков доступа к межбанковскому рынку или к иностранному финансированию, а также слабыми местами российской системы пруденциального надзора и регулирования. Хотя, по-видимому, нельзя говорить о наличии серьезного системного риска, необходимо, тем не менее, провести глубокий анализ уязвимых мест и рисков. Провести такой анализ как можно скорее можно в рамках работы по очередному обновлению в рамках Программы оценки

финансового сектора, которая ведется объединенными усилиями специалистов МВФ и Всемирного банка.

Долгосрочный рост

18. **Долгосрочные перспективы экономического роста теперь омрачает ситуация в энергетике.** Энергетический сектор, по-видимому, не сможет в среднесрочный период оправиться от резкого спада, пережитого в 2004 – 2005 годах. Таким образом, если раньше этот сектор внес значительный вклад в экономический рост, то теперь он становится тормозом в том смысле, что темпы роста этого сектора прогнозируются на уровне в два раза ниже темпов роста всей экономики. Это также означает резкое снижение относительной значимости сектора, который являлся основным источником бюджетных доходов и притока иностранной валюты в прошлом, что в свою очередь существенно повышает риски, связанные со счетом внешних текущих операций и риски превышения реальным курсом его долгосрочного равновесного значения, если ослабление бюджетной политики в отношении нефтегазового дефицита будет продолжаться в последующие годы, как рассматривалось выше. В этом отношении низкие показатели работы нефтегазового сектора на фоне усиления государственного контроля в последние годы, в совокупности со столь же мало обнадеживающими результатами работы контролируемого государством газового сектора в течение гораздо более длительного периода, резко контрастируют с динамичным до недавнего времени ростом частного энергетического сектора. Это позволяет предположить, что государство, возможно, не лучший управляющий для этой важной отрасли. Разумеется, долгосрочной целью должна быть диверсификация экономики и уменьшение зависимости от природных ресурсов, но вместе с тем нельзя отрицать, что этот сектор дает России серьезные конкурентные преимущества и его ресурсы способны стимулировать рост и трансформацию экономики, если осуществлять этот процесс в рамках правильной политики.

19. **Однако в целом прогноз долгосрочного роста российской экономики остается благоприятным.** Проведенный нами анализ позволяет предположить, что устойчивый рост производства в последние годы был обусловлен не столько повышением занятости и инвестиций, сколько увеличением совокупной производительности факторов производства. Он отражает повышение эффективности, которое было обеспечено перераспределением имеющихся ресурсов из менее производительных в более производительные сектора экономики. Действительно, такое «догоняющее» повышение эффективности типично для начальных этапов переходного периода к рыночной экономике, причем Россия, по-видимому, еще в значительной степени не исчерпала свой потенциал в этом отношении, поскольку в результате реализации многих важных структурных реформ, которые еще предстоит осуществить, эффективность размещения имеющихся ресурсов должна повыситься. В частности, речь может идти о потенциальном положительном воздействии реформы ЖКХ на межрегиональную мобильность трудовых ресурсов. Однако, по мере продвижения

России к рыночной экономике, потенциал «догоняющего» повышения эффективности будет постепенно исчерпан, после чего все большее значение для обеспечения долгосрочного роста будет приобретать наращивание инвестиций, которые все еще находятся на низком уровне. Для России это имеет особое значение, поскольку, учитывая демографическую ситуацию, можно предположить, что в ближайшее время начнется процесс сокращения рабочей силы. Это указывает на необходимость придать новый импульс реформам, которые могут содействовать улучшению инвестиционного климата. Хотя в целом за прошедший год реализация этих реформ отставала от графика, намеченного правительством, - за исключением реформы в электроэнергетике, - однако проделана большая работа по технической подготовке и по совершенствованию нормативно-правовой базы, необходимой для реализации реформ по важным направлениям. Новому правительству предстоит, основываясь на достигнутом прогрессе, придать новый импульс реформам, - реформ гражданской службы, административной, естественных монополий, здравоохранения и образования.