

**Заключительное заявление миссии МВФ,
посвященной консультациям в соответствии со Статьей IV**

Москва, 1 июня 2008 года

Резкий рост цен на нефть, значительный приток капитала и высокие темпы роста кредита создают стимулы для благоприятного цикла устойчивого роста инвестиций, производительности, реальных доходов и потребления. В то же время пока нет признаков проявления существенных отрицательных последствий потрясений на мировых финансовых рынках. Тем не менее, несмотря на значительное увеличение предложения, резкий рост внутреннего спроса сопровождается признаками перегрева. Это частично отражает тот факт, что проциклическая налогово-бюджетная политика стимулирует спрос, в то время как политика фиксированного валютного курса в условиях роста цен на нефть и высокого притока капитала ведет к значительному росту денежной массы и кредита. В перспективе прогнозируемое официальными органами снижение инфляции, с точки зрения миссии, обосновывается прежде всего ожиданиями более низких темпов роста мировых цен на продовольствие, а не изменениями в экономической политике, и инфляционное давление, генерируемое внутри страны, останется высоким, а может и усилиться. Необходимо пересмотреть планы смягчения налогово-бюджетной политики и ужесточить денежно-кредитную политику, переместив в центр внимания контроль над инфляцией в контексте гибкого валютного курса. Вероятность того, что продолжающийся рост инфляции в конечном итоге приведет к необходимости значительного ужесточения денежно-кредитной политики и к длительному периоду экономического роста ниже потенциала ВВП, является на данном этапе главным риском на перспективу. Усовершенствована нормативная база финансового сектора, однако требуется внести дополнительные изменения, в частности, чтобы обеспечить управление рисками, возникающими в результате стремительного роста кредитования.

Рост инвестиций стимулирует усиление и укрепление экономического роста

1. **Рост инвестиций дает России возможность реализовать значительный потенциал для наверстывания отставания.** Высокая прибыльность инвестиций, - что отражает дефицит капитала; при этом резкий рост цен на нефть и высокий приток капитала вследствие либерализации контроля над капиталом, а также последовательное углубление финансовых рынков обеспечивает инвесторам финансирование и нераспределенную прибыль, необходимую для того, чтобы воспользоваться этими условиями. Возникающий в результате рост инвестиций и сопровождающее его перераспределение рабочей силы в сектора с большей

производительностью труда открывает возможности для наверстывания отставания в приросте производительности труда. Это обеспечивает дальнейший рост реальных доходов и потребления, который уже в течение некоторого времени сохраняется на динамичном уровне вследствие значительного улучшения условий торговли. Углубление финансовых рынков также активизирует процесс, предоставляя населению возможность воспользоваться низким уровнем задолженности для заимствования под ожидаемый рост доходов.

2. **Осмотрительное управление нефтяными доходами до настоящего времени предотвращало чрезмерное укрепление курса рубля.** Происходило постоянное реальное укрепление рубля, что неизбежно и даже желательно при значительном улучшении условий торговли и производительности труда. В соответствии с таким укреплением рубля ведущим фактором экономического роста являются не внешнеторговые сектора, такие как строительство и услуги, однако до настоящего времени нет признаков того, что темпы укрепления рубля превысили возможности внешнеторговых секторов по сохранению конкурентоспособности; производство в обрабатывающих отраслях динамично растет. Чрезвычайно важную роль в этом отношении играет политика сбережения большей части сверхдоходов нефтяного сектора с помощью стабилизационного фонда, что позволило избежать чрезмерного реального укрепления рубля. Эта политика также стала ключевым фактором в повышении доверия со стороны инвесторов – как внутренних, так и зарубежных, - что лежит в основе подъема экономической активности.

Риск перегрева экономики угрожает перспективам роста

3. **Появляются признаки перегрева экономики.** В прошлом году инфляция почти удвоилась и в данный момент значительно превышает темпы роста цен на продовольствие и энергоресурсы. По оценкам и российских экспертов, и сотрудников МВФ, темпы роста внутреннего спроса составляют 15% в годовом выражении, в то время как темпы роста ВВП - 8%, что несколько выше уровня, который можно поддерживать без ускорения роста инфляции. Ограниченность ресурсов особенно наглядна на рынке труда, где их дефицит приводит к росту реальных зарплат приблизительно на 16% в годовом выражении, что значительно превышает темпы роста производительности труда. В результате в настоящее время происходит увеличение затрат на производство единицы товара. Ограниченность внутренних ресурсов также проявляется в росте объемов импорта, составляющих почти 30% в годовом выражении.

4. **Давление со стороны спроса усугубляется проциклическостью налогово-бюджетной политики.** Первичные расходы федерального правительства выросли в реальном выражении на 15%, а нефтяной дефицит, - исключая разовое поступление налоговой недоимки от ЮКОСа, - увеличился в 2007 году на 0,8% ВВП. В текущем году происходит дальнейшее смягчение налогово-бюджетной политики. Несмотря на

ограниченность этого смягчения по сравнению со сберегаемой долей налогов нефтегазового сектора, это создает нежелательные проциклические бюджетные стимулы в тот момент, когда динамичный частный спрос и быстрый рост цен на продовольствие и энергоресурсы уже приводят к быстрому увеличению темпов инфляции.

5. **В то же время развитию денежно-кредитной политики по-прежнему препятствует ее сосредоточенность на задаче стабилизации рубля по отношению к валютной корзине, включающей евро и доллар.** Денежная масса и кредит выросли в прошлом году на 50%, поскольку в результате резкого роста цен на нефть и притока капитала, привлеченного бурным развитием экономики и ожиданиями дальнейшего укрепления рубля, произошло значительное увеличение нестерилизованных интервенций на валютном рынке. В результате мировых финансовых потрясений в последнее время произошло некоторое замедление роста денежной массы и кредита, однако эта передышка, вероятно, будет временной, поскольку российские банки и нефинансовые организации сейчас активно возвращаются на рынок еврооблигаций. В то время как глобальная переоценка рисков приводит к некоторому повышению спредов по процентным ставкам, влияние на ставки оказывается ограниченным вследствие снижения ставок за рубежом по мере смягчения денежно-кредитной политики в зарубежных странах. Очевидно, что этот “импорт” курса денежно-кредитной политики из стран зоны евро и из США нецелесообразен, поскольку экономика России перегревается, в то время как экономики этих стран переживают период охлаждения.

6. **Если экономическая политика не будет скорректирована, вероятно продолжение роста инфляции.** При сохранении высоких цен на нефть и при отсутствии серьезных последствий потрясений на мировых финансовых рынках, в 2008-09 гг. частный спрос будет увеличиваться, почти не снижая темпов своего роста. Миссия ожидает, что в 2008 году темпы роста ВВП сохранятся на уровне выше потенциала, составляя 7¾%. Учитывая это, сочетание в настоящее время проциклической налогово-бюджетной и адаптивной денежно-кредитной политики будет подстегивать инфляцию и далее, если не произойдет снижения темпов роста мировых цен на продовольствие. По сути, прогнозируемое официальными органами снижение темпов роста инфляции базируется в основном на ожиданиях такого благоприятного развития внешней среды, а не на фундаментальных изменениях в экономической политике. Несмотря на то, что снижение темпов роста цен на продовольствие может, действительно, несколько снизить общую инфляцию, оно будет мало способствовать сокращению генерируемого внутри страны давления, подстегивающего базовую инфляцию. При отсутствии изменений в экономической политике инфляция, по нашим ожиданиям, составит около 14% на конец 2008 года, при этом существует риск и более высокого ее уровня.

7. **Растущая инфляция представляет угрозу для роста ВВП.** Уже сейчас просматриваются признаки замедления ремонетизации экономики вследствие роста инфляции, а у банков возникает обеспокоенность тем, что дефицит долгосрочных финансовых активов в рублях будет все более затруднять долгосрочное кредитование, необходимое для обеспечения устойчивого роста инвестиций и усиления потенциального роста. По мере неограниченного роста инфляции увеличивается риск того, что Банк России в конечном итоге будет вынужден применить «тормоза» в денежно-кредитной сфере так резко, что темпы роста ВВП сократятся до уровня ниже потенциала. Если будет допущено «укоренение» инфляции, период роста ВВП на уровне ниже потенциала может оказаться длительным. Именно это, а не последствия возможного падения цен на нефть, является, по мнению миссии, главным риском для экономического роста в ближайшие годы.

Необходима корректировка экономической политики

8. **Необходимо ужесточить денежно-кредитную политику посредством усиления гибкости валютного курса. Недавнее повышение ставки рефинансирования и нормативов обязательных резервов не приведет к существенному ужесточению.** Миссия приветствует решимость Банка России перейти к официальному таргетированию инфляции, как только, по его мнению, будут сформированы соответствующие условия; однако это не препятствует безотлагательному переносу акцента в денежно-кредитной политике на задачу сокращения инфляции. Миссия обсудила с официальными органами ряд альтернативных схем оперативного проведения денежно-кредитной политики, позволяющих осуществить такой перенос акцента; все эти схемы требуют сокращения масштабов интервенций со стороны Банка России и, в случае необходимости, укрепления рубля с целью снижения темпов инфляции. Какую бы из этих схем ни выбрал Банк России, на этом этапе неизбежно потребуется ужесточение денежно-кредитной политики как следствие сокращения темпов роста кредита и более высоких реальных процентных ставок.

9. **Нельзя полагаться на то, что внешние факторы автоматически обеспечат необходимое ужесточение денежно-кредитных условий.** Миссия настойчиво предостерегает против откладывания сроков такого ужесточения на том предположении, что быстрое снижение профицита по текущему счету вскоре снизит давление в сторону укрепления рубля и, таким образом, приведет к сокращению вливаний ликвидности через интервенции на валютном рынке; давление в сторону дальнейшего укрепления рубля останется высоким даже при образовании дефицита по текущему счету, если динамичный частный спрос и политика увеличения расходов будут поддерживать ВВП на уровне выше потенциала. В то же время, как упоминалось выше, нет признаков значительного влияния потрясений на мировых финансовых рынках на Россию. В более общем плане, в условиях существенного укрепления циклической позиции России по сравнению со странами зоны евро и с США,

проведение независимой денежно-кредитной политики, сформированной с учетом циклических условий в России, становится более важным вопросом, чем когда бы то ни было ранее.

10. Столкновение различных противоречащих друг другу целей экономической политики усугубляет ситуацию с притоком капитала. Участникам рынка известно о растущем несоответствии между уровнем инфляции и установленными официальными органами целевыми показателями по валютному курсу; они увеличивают внешние заимствования, ожидая, что целевые показатели валютного курса в конечном итоге изменятся под влиянием инфляции. Растущая день ото дня волатильность валютного курса, установленная недавно Банком России, может препятствовать притоку краткосрочного капитала, однако большая часть такого притока имеет среднесрочный характер и не может быть остановлена с помощью повышения краткосрочной волатильности в условиях фиксированного курса.

11. Ключевым фактором снижения притока спекулятивного капитала является удержание инфляции в заданных пределах и, таким образом, устранение ожиданий ужесточения денежно-кредитных условий в будущем. Это указывает на необходимость четко заявленной и последовательно реализуемой решимости Банка России снижать инфляцию, при этом доверие к такому заявлению будет во многом основываться на поддержке со стороны контрциклической налогово-бюджетной политики. Такая поддержка особенно важна потому, что в среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика будет неизбежно ограничена значительным притоком капитала, даже в случае сокращения притока спекулятивного капитала.

12. Следует избегать дальнейшего смягчения налогово-бюджетной политики. Принятие предложенных правительством на прошлой неделе поправок к бюджету в размере 0,3% ВВП означает небольшое, но нежелательное увеличение значительного бюджетного стимула, который уже имплицитно заложен в утвержденном бюджете на 2008 год на увеличении нефтегазового дефицита на 0,6%. Это еще более усилит инфляционное давление. Миссия полагает, что следует пересмотреть это предложение, сберегать любые доходы сверх заложенных в бюджете и обеспечить по возможности недовыполнение бюджета на 2008 год, как и в прошлые годы. Что касается 2009 года, в идеале налогово-бюджетная политика должна устранять эти бюджетные стимулы. Другой, менее желательный вариант, состоит в предотвращении дальнейшего увеличения нефтегазового дефицита на 0,7%, заложенного в утвержденном среднесрочном бюджете.¹

¹ Эти оценки базируются на предположении о более низких темпах роста нефтегазовых доходов в 2009 году по сравнению с прогнозами официальных органов, а также на классификации нефтегазовых доходов, принятой в МВФ.

Проведение важных реформ, вероятно, увеличит спрос на ресурсы государственного сектора

13. **Увеличение ресурсов государственного сектора потребуется для инвестиций в инфраструктуру, для осуществления социальных расходов и пенсионной реформы.** Серьезные проблемы в области инфраструктуры составляют препятствие для долгосрочных перспектив экономического роста; предложение увеличить расходы в этой сфере, частично за счет партнерства государства и частного сектора, является целесообразным. Другой приоритетной задачей обоснованно считается совершенствование качества государственных услуг в области здравоохранения; проведение планируемых реформ также потребует дополнительных ресурсов. Особенно неотложной является задача реформирования государственной пенсионной системы. Прогнозируется снижение коэффициента замещения с 24%,— что уже намного ниже минимального уровня в странах ОЭСР,— до 17% к 2027 году в случае сохранения проводимой в настоящее время экономической политики. По расчетам миссии, даже поддержание этого коэффициента на его нынешнем уровне потребует дополнительных ежегодных трансфертов в пенсионный фонд в размере в среднем 1½ % ВВП².

14. **Следует пересмотреть предложения по изменению ставок НДС.** Миссия не разделяет мнение об искажающем эффекте данного налога. Сокращение ставок НДС противоречило бы международным тенденциям, а его замещение налогом с продаж стало бы шагом назад. Искажения, связанные с НДС, вызваны проблемами в его администрировании, прежде всего длительными задержками его возмещения. Это становится особенно тяжелым бременем для экспортеров и для компаний с большим объемом инвестиций. Вместо предлагаемых изменений следует обеспечить – в качестве приоритетной меры – принятие в налоговом администрировании безотлагательных шагов по преодолению этой существующей долгое время проблемы. При желании реформировать систему взимания НДС следует сосредоточиться на обеспечении ее нейтральности по отношению к доходам, что предполагает унификацию общей и специфической ставок и отмену льгот. Проведенные экспертами МВФ расчеты показывают, что унификация ставки на уровне 16% обеспечила бы в широком плане нейтральность этого налога по отношению к доходам. Однако реформирование НДС не должно рассматриваться как приоритет, поскольку этот налог в России имеет наименее искажающий эффект. С этой точки зрения следует сосредоточиться на едином социальном налоге и налоге на прибыль.

15. **Имеются признаки усиления давления в сторону увеличения лимитов по расходам.** Миссия согласна с Министерством финансов в том, что следует считать

² В среднем за период 2007 – 2050 гг. Величина трансферта сначала будет постепенно увеличиваться с нуля в 2007 году до 2,9 процентов ВВП в 2027, а затем снижаться.

приоритетной задачей выполнение целевых показателей утвержденного среднесрочного бюджета, направленных на снижение ненефтяного дефицита посредством сокращения первичных расходов в процентном отношении к ВВП, начиная с 2010 года. Следует признать, что такое сокращение расходов представляет собой сложную задачу, учитывая затраты на осуществление социальных реформ и проектов в сфере инфраструктуры. В этом отношении, официальные лица, отвечающие за принятие решений, все чаще проявляют намерения увеличивать расходы сверх лимитов, установленных в среднесрочном бюджете. Учитывая ограниченность внутренних ресурсов, финансируемое посредством дефицита увеличение запроса государственного сектора на ресурсы может привести к вытеснению частных инвестиций. Официальным органам следует тщательно взвесить положительные и отрицательные стороны такого результата, с учетом того, что влияние планируемых реформ и инфраструктурных проектов на потенциальный рост ВВП будет в обозримом будущем весьма ограниченным и медленно достижимым. Если же в социальном плане существует консенсус в отношении переноса акцента в налогово-бюджетной политике на достижении долгосрочных целей, необходимо согласиться с тем, что такой сдвиг акцента в большей степени переносит нагрузку по управлению спросом на денежно-кредитную политику, что, соответственно, подразумевает более быстрое реальное и номинальное укрепление рубля.

16. Нельзя игнорировать риск вызванного бюджетными причинами превышения показателя валютного курса в среднесрочной перспективе. При отсутствии замедления темпов роста внутреннего спроса будет сохраняться давление на реальный эффективный валютный курс в сторону его повышения, а темпы роста импорта останутся высокими. Это указывает на риск превышения экономически приемлемого уровня валютного курса. В частности, дальнейший устойчивый рост ненефтяного дефицита до уровней, экономически неприемлемых на фоне долгосрочных трендов цен на нефть, может привести к вызванному проводимой экономической политикой превышению показателей, что потребует проциклического ужесточения налогово-бюджетной политики в случае падения цен на нефть. Это будет особенно болезненным, учитывая то, что повышение дефицита отражает увеличение повторяющихся расходов и постоянные сокращения ставок налогов.

Поддержание стабильности динамично развивающегося финансового сектора

17. Финансовая система хорошо перенесла недавние мировые финансовые потрясения. При ее незначительном участии в непервоклассном кредитовании эти потрясения, очевидно, сказались в основном на некоторых средних банках, которые полагались на зарубежные средства при финансировании потребительских кредитов; по мере ослабления притока средств из-за рубежа эти банки были вынуждены сдерживать свою деятельность по кредитованию, однако они могли использовать высокие потоки наличности для погашения обязательств. Кроме того, обеспокоенность возможным дефицитом ликвидности на российском межбанковском рынке была

эффективно устранена посредством быстрого принятия официальными органами мер по поддержке ликвидности, а также благодаря дополнительным усилиям по расширению диапазона инструментов, применимых для поддержки ликвидности в будущем. Соответственно, в целом нетто-эффект от этих потрясений оказался относительно благополучным. Большинство банков смогло сохранить доступ на международные рынки, несмотря на то, что снижение глобального спроса и более высокая цена заимствований способствовали в целом перемещению акцента с рынка еврооблигаций на краткосрочные синдицированные ссуды. Кроме того, эти потрясения стимулировали переоценку банками своей стратегии кредитования и финансирования, а также постепенную адаптацию к новой, более затратной среде. Для сектора корпораций повышение стоимости зарубежных заимствований и сокращение ликвидности на российском рынке рублевых облигаций привели к переходу к альтернативным источникам получения средств, прежде всего от банков. В последнее время доступ на зарубежные рынки капитала, очевидно, нормализовался, как упоминалось выше.

18. Проведенное недавно обновление Оценки стабильности финансовой системы показало, что финансовая система укрепилась. Это отражает благоприятные экономические условия и совершенствование нормативно-правовой и законодательной базы. Тем не менее, в процессе проведения обновленной оценки был сделан вывод о том, что в системе сохраняются серьезные риски. Главные сложности в ближайшем будущем представляет кредитный риск: несмотря на то, что доля неработающих ссуд остается относительно низкой, общий уровень таких ссуд растет. Учитывая фрагментарность межбанковского рынка, потенциальной проблемой является также риск ликвидности. Для дальнейшего укрепления нормативно-правовой и надзорной базы следует ужесточить классификацию ссуд и стандарты создания провизий, приведя их в соответствие с основополагающими Базельскими принципами. В процессе проведения обновленной оценки было также установлено, что основа для решения вопроса с проблемными банками эффективно действует в отношении небольших банков, однако может испытывать трудности при решении проблем с более крупными банками. Ее необходимо укрепить посредством наделения Банка России полномочиями по принятию мер на раннем этапе, с тем чтобы минимизировать затраты на решение вопроса и устранить сложности для кредиторов, включая вкладчиков. И, наконец, для обеспечения эффективного консолидированного надзора необходимо внесение поправок в законодательство.