

### **Российская Федерация. Документ по отдельным вопросам**

В настоящем документе использована информация, имевшаяся на момент завершения его подготовки 11 июля 2012 г. Мнения, изложенные в документе, принадлежат данной группе сотрудников и не обязательно отражают взгляды правительства Российской Федерации или Исполнительного совета МВФ.

В соответствии с регламентом публикации докладов персонала и других документов МВФ допускается изъятие информации, способной повлиять на поведение рынка.

Экземпляры данного доклада можно получить по адресу:

International Monetary Fund • Publication Services  
700 19<sup>th</sup> Street, N.W. • Washington, D.C. 20431

Телефон: (202) 623-7430 • Факс: (202) 623-7201  
Эл. почта: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) • Интернет: <http://www.imf.org>

**Международный Валютный Фонд  
Вашингтон, округ Колумбия**

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

**Отдельные вопросы**

Подготовили: Саймон Грей, Чарлин Гаст, Дэйвид Хофман, Дайенг Ким и Хироко Оура

Утверждено Европейским департаментом

11 июля 2012 года

Содержание	Стр.
I. Российская Федерация — потенциальный экономический рост: прошлое и будущее.....3	
А. Введение .....	3
В. Потенциальный экономический рост и производительность.....4	4
С. Источник роста в России: 2001–2011 годы .....	5
D. Модель экономического роста с переменным использованием капитала .....	8
E. Траектория долгосрочного роста в России и экономическое наверстывание .....	10
Приложение I.1. Модели роста с переменным коэффициентом использования основного капитала.....	14
Справочная литература .....	16
II. Повышение эффективности денежно-кредитной политики России.....17	
А. Коридор директивной процентной ставки ЦБ РФ — какой должна быть его ширина? .....	17
В. Регулирование ожиданий — совершенствование информационной политики ЦБ РФ.....	33
III. Условия в банковском секторе и на финансовом рынке.....39	
А. Последние изменения.....	39
В. Экономические риски и устойчивость на перспективу.....	48
IV. Бюджетные правила и основа бюджетного планирования в России.....56	
Таблицы	
II.1. Коридоры директивных ставок.....	27
II.2. Процентные ставки Центрального банка Российской Федерации.....	36
III.1. Показатели финансовой устойчивости банковского сектора, 2007–2012.....	54
III.2. Показатели финансовой устойчивости банковского сектора, по подгруппам банков, конец 2011 года.....	55

IV.1. Преимущества и недостатки целевого показателя ненефтяного дефицита в сравнении с правилом цены на нефть.....	60
IV.2. Анализ чувствительности для метода МПНД с реальным критерием.....	62
IV.3. Дополнительные меры консолидации бюджета по инструментам ГИМФ для достижения целевого показателя ненефтяного дефицита.....	64

#### Рисунки

II.1. Ежедневные ставки процента российского денежного рынка .....	18
II.2. Коридор директивной ставки Соединенного Королевства и межбанковские ставки.....	21
II.3. Индия: коридор директивных процентных ставок и межбанковские ставки .....	22
II.4. Россия, краткосрочные процентные ставки в 2011 году.....	25
II.5. Россия, основные статьи баланса ЦБ РФ, 2011 год, в млрд рублей.....	25
II.6. Индия, краткосрочные процентные ставки в 2011 году.....	26
III.1. Финансовые рынки.....	39
III.2. Ликвидность, официальное финансирование и внешние позиции банков.....	40
III.3. Рост кредитования и источники его финансирования.....	45
III.4. Показатели финансовой устойчивости банков.....	47
III.5. Эластичность коэффициента НОК по факторам макро риска.....	48

#### Вставки

III.1. Что влияет на волатильность курса рубля?.....	52
IV.1. Бюджетные риски в России .....	59

## **I. РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ — ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ: ПРОШЛОЕ И БУДУЩЕЕ<sup>1</sup>**

*Высокие темпы роста экономики России в последнее десятилетие объяснялись главным образом ростом СФП. Возросший спрос на капитал удовлетворялся в основном путем более интенсивного использования имеющегося капитала. Несмотря на ожидаемое в следующем десятилетии некоторое замедление роста СФП, возможности интенсивного использования капитала ограничены, то есть инвестиции и накопление капитала должны играть более важную роль, чем в прошлом. Ввиду неблагоприятного демографического тренда в России, это подчеркивает настоятельную необходимость в проведении структурных реформ в целях улучшения инвестиционного климата и участия в рабочей силе.*

### **A. Введение**

**1. После впечатляющего экономического роста на протяжении почти десяти лет в 2009 году ВВП России резко сократился, снизившись на 8 процентов.** Резкие и дорогостоящие корректировки во время кризиса ставят важные вопросы, на которые нелегко дать ответ: каким будет потенциальный экономический рост в России в последующие десять лет по сравнению с прошлым десятилетием и что необходимо сделать, чтобы способствовать возобновлению роста российской экономики впечатляющими темпами в период между кризисами.

**2. Прогнозирование потенциального экономического роста России обычно требует тщательного изучения прошлого опыта роста.** При четком понимании источников роста в прошлом можно оценить изменение базовых факторов в будущем и реакцию траектории экономического роста на эти изменения. Настоящая работа посвящена анализу основных источников экономического роста в России за прошедшее десятилетие на основе метода учета факторов роста и оценке потенциала экономического роста России в будущем. К ним относятся следующие:

- Каковы основные силы, повлиявшие на экономический рост в России за прошедшее десятилетие?
- Как менялся уровень эффективности в России за прошедшее десятилетие, и какие возможности остаются для наверстывания?
- Какой фактор будет основным источником экономического роста в России в следующем десятилетии, и каким образом будет реагировать траектория роста на разные условия?
- Что следует делать для повышения потенциала экономического роста России?

---

<sup>1</sup> Подготовил Дайенг Ким.

3. **Документ построен следующим образом.** В разделе В дается обзор концептуальных вопросов потенциального экономического роста и аналитической основы. В разделе С представлены результаты учета факторов экономического роста в России за последнее десятилетие. В разделе D дано описание модели экзогенного роста, которая служит аналитической основой системы учета факторов экономического роста в разделе С и моделирования в следующем разделе. В разделе E дана оценка потенциального экономического роста в России на основе результатов моделирования и подчеркивается значение структурных реформ для достижения устойчивых высоких показателей экономического роста.

### **В. Потенциальный экономический рост и производительность**

4. **Под потенциальным экономическим ростом в настоящей работе подразумевается прогнозные долгосрочные темпы роста ВВП.** Потенциальный экономический рост часто используется для описания связанных, но логически отдельных концепций<sup>2</sup>. В настоящем исследовании потенциальный экономический рост означает «устойчивый» рост, согласно определению в литературе, посвященной вопросам роста, и оптимальный путь перехода к устойчивому состоянию. При анализе источника роста в России в прошлом и будущем приводится прогноз темпов устойчивого долгосрочного роста в России, в котором особое внимание уделяется траектории перехода при конкретных допущениях в отношении роста производительности и повышения эффективности.

5. **При оценке потенциального экономического роста в России настоящая работа опирается на систему учета факторов экономического роста, которая широко применялась в литературе, посвященной росту.** Увязывая рост ВВП с изменениями факторов производства, система учета факторов экономического роста служит полезным инструментом для разбивки роста ВВП на вклад накопления капитала, изменений в предложении рабочей силы и остаточного фактора, обычно называемого совокупной факторной производительностью (СФП). Далее систему учета факторов экономического роста можно использовать для прогнозирования потенциального экономического роста в более долгосрочной перспективе, прогнозируя будущие изменения труда, капитала и СФП.

---

<sup>2</sup> Кроме определения, использованного в работе, есть еще две концепции, для описания которых часто используется потенциальный экономический рост. В краткосрочном макроэкономическом контексте под потенциальным экономическим ростом подразумевается рост объема производства в экономике в отсутствие номинальной жесткости, но при всех остальных неизменных (реальных) трениях и шоках. Эта концепция, часто называемая «трендовым» ростом, соответствует старому кейнсианскому понятию потенциального экономического роста, то есть максимальным возможным темпам роста экономики без возникновения инфляционного давления. Потенциальным экономическим ростом иногда называются «оптимальные темпы роста» без вызывающих искажения налогов и других несовершенств рынка. Более подробное изложение см. в работе Basu and Fernald (2001).

6. **При этом следует отметить, что учет факторов экономического роста показывает только источник роста и не ставит цели определить причины роста.** Это лучше всего объяснить на примере. Рассмотрим страну, в которой быстро росли и капитал на одного работника, и факторная производительность. Расчеты экономического роста покажут относительное значение каждого фактора в росте ВВП, но не могут определить, вызвало ли повышение производительности повышение капиталовооруженности (как считают теории экзогенного роста) или накопление капитала сделало возможным дополнительные инновации (как считают теории экзогенного роста). Это означает, что прогнозы на базе моделирования в настоящем исследовании нуждаются в явном допущении о причинности, позволяющем проследить оптимальную реакцию эндогенных переменных на экзогенные события.

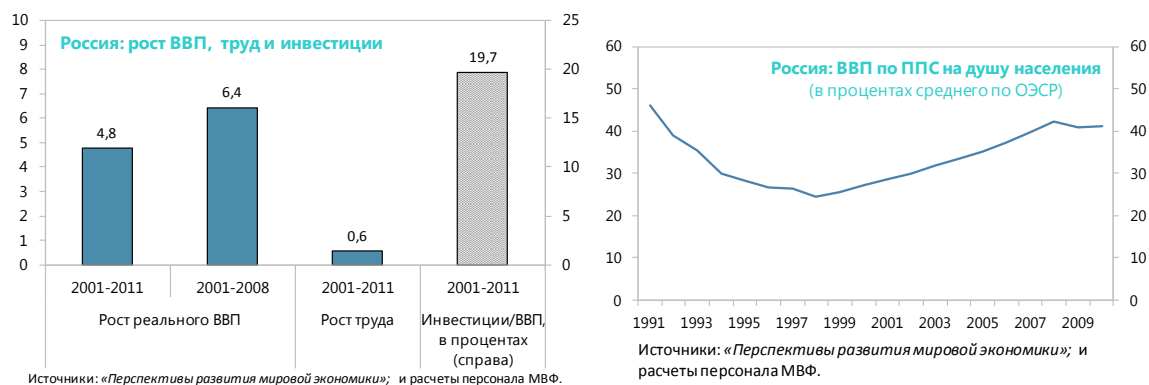
7. **В настоящем исследовании мы придерживаемся метода типа Солоу** — экономический рост непосредственно связан с эффективностью/техническим прогрессом и предложением рабочей силы, которые в нашей системе экзогенны. Эти экзогенные факторы определяют оптимальные траектории всех эндогенных переменных, таких как потребление, инвестиции и рост доходов. «Экзогенные» эффективность/технический прогресс представлены как совершенствование СФП, которые мы считаем тесно связанными со структурными реформами.

### **С. Источник роста в России: 2001–2011 годы**

8. **ВВП России рос приблизительно на 5 процентов в год в период с 2001 по 2011 годы.** Однако отношение инвестиций к ВВП оставалось относительно незначительным, составляя приблизительно 20 процентов за этот период, и рост рабочей силы не был столь значительным, как в других быстро развивающихся экономиках. Это означает, что накопление факторов не было главным источником роста, как показывали и предыдущие исследования в работах Oomes and Dynnikova (2006) и Tiffin (2009). Относительно высокие темпы экономического роста за прошедшее десятилетие повысили ВВП по ППС на душу населения России с 29 процентов среднего по ОЭСР показателя в 2001 году до 41 процента в 2010 году<sup>3</sup>. При этом уровень доходов на душу населения России все еще не достигает половины среднего по ОЭСР показателя, оставляя большие возможности для дальнейшего экономического наверстывания.

---

<sup>3</sup> Сопоставление уровня объема производства в России сегодня с прошлым периодом связано с несколькими проблемами измерения. См. резюме, например, в работе Shleifer and Treisman (2005).

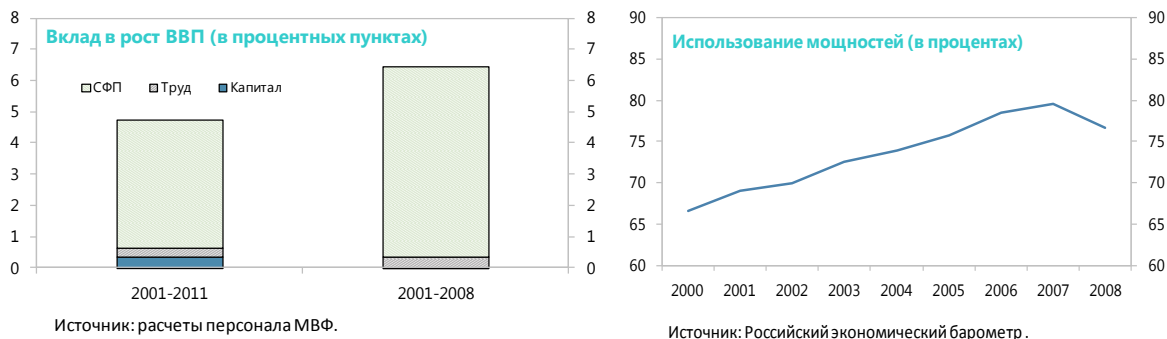


9. **Эффективность российской экономики также повысилась с 35 процентов ее границы «оптимальной практики» в 2001 году до 50 процентов в 2011 году<sup>4</sup>.** Повышению производительности труда *на агрегированном уровне* способствуют пять основных факторов: (i) повышение общей эффективности/совершенствование технологии; (ii) использование переменных факторов; (iii) перераспределение ресурсов между секторами; (iv) широкое распространение несовершенной конкуренции и возрастающая отдача; (v) накопление капитала (Basu and Fernald, 2000). Для полной разбивки этих факторов необходимы более детальные данные по секторам, чем имеющиеся на данный момент по России. Ввиду этого ограничения данных в настоящей работе для объяснения роста производительности в России за прошедшее десятилетие основной упор делается на использовании капитала и росте СФП.

10. **При типичном учете факторов экономического роста предполагается, что использование факторов стабильно в течение более длительного периода.** В этом случае продуктивное использование основного капитала и труда будет пропорционально размеру капитала и числу работников, так что условной переменной темпов роста потоков факторных услуг могут служить темпы роста запасов факторов производства. Однако широко известно, что использование факторов существенно изменяется на протяжении делового цикла и такое приближение не наблюдается в ближайшей и среднесрочной перспективе. По этой причине система учета факторов экономического роста обычно рекомендуется для анализа опыта роста в более длительные периоды продолжительностью в десять и более лет, подразумевая, что использование факторов колеблется около среднего значения без какого-либо тренда в долгосрочном плане.

<sup>4</sup> Коэффициент эффективности определяется как отношение фактической производительности труда в России к ее рубежу эффективности, который оценивается с помощью стохастической модели рубежа. Рубежом эффективности является уровень производства, при котором, при данном уровне мировой технологии, в экономике наиболее продуктивно используются все имеющиеся факторы. Подробности см. в работе Tiffin (2006).

11. Согласно традиционному учету факторов экономического роста приблизительно 86 процентов роста в России в 2001–2011 годы объяснялось ростом СФП<sup>5</sup>. В этот период ВВП рос на 4,8 процента в год, тогда как прирост основного капитала и труда составлял менее 1 процента в год. Этот уровень вклада СФП необычно высок, но при этом в этот период у России были возможности технологического намерстывания без особого труда. Вклад СФП в рост ВВП был еще более значительным в период между 2001 и 2008 годами, а это значит, что инвестиции в этот период были едва достаточными для амортизации основного капитала.



12. При этом, согласно многим эмпирическим и теоретическим исследованиям, в стране с высокими темпами роста может наблюдаться тенденция роста использования мощностей за продолжительный период времени. Так, согласно данным обследования (Российского экономического барометра), использование мощностей в России возросло с 66½ процентов в 2000 году до 79½ процентов в 2007 году, прежде чем снизилось до 76½ процентов в 2008 году<sup>6</sup>. При таких обстоятельствах неспособность отразить тенденцию повышения степени использования мощностей в учете факторов экономического роста приведет к завышенной оценке вклада СФП в рост ВВП.

13. Для решения этой проблемы измерения в следующем разделе предлагается модель экзогенного роста, в которой уровень использования мощностей определяется эндогенно. Модель послужит аналитической основой ответа на следующие вопросы: каким был истинный вклад СФП в экономический рост? Было ли

<sup>5</sup> Основной капитал России оценивается по методу непрерывной инвентаризации, начиная с основного капитала в 2000 году, рассчитанного в работе Tiffin (2006). При продлении используются данные о фактических реальных инвестициях в основные фонды, с амортизацией основного капитала, предполагаемой в размере 6½ процентов в год. Как и в работе Oomes and Dynnikova (2006), мы предполагаем, что доля капитала равна 0,5.

<sup>6</sup> Обследование проводилось Институтом мировой экономики и международных отношений Российской академии наук с 1991 года. Результаты обследования публикуются в бюллетене «Российский экономический барометр». Обследование охватывает около 500 предприятий. Подробности смотрите в работе Oomes and Dynnikova (2006).



повышение степени использования мощностей оптимальной реакцией на изменения в экзогенных условиях или скорее аномалией? Какой будет реакция траектории экономического роста России в следующем десятилетии на любые изменения в росте СФП?

#### **D. Модель экономического роста с переменным использованием капитала**

14. Особой характеристикой модели экономического роста в этом разделе является то, что коэффициент использования основного капитала является эндогенной переменной, а стоимость более интенсивного использования основного капитала выражается через ускоренную амортизацию<sup>7</sup>. В частности, модель является вариантом модели роста типа Рамзея с эндогенным коэффициентом использования основного капитала ( $u$ ) и амортизацией ( $\delta$ ):

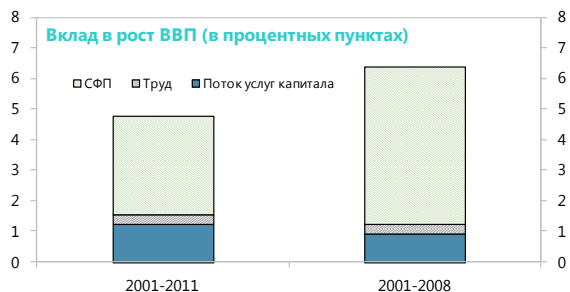
$$\begin{aligned} Q_t &= (u_t \cdot K_t)^\alpha \cdot (A_t \cdot N_t)^{1-\alpha} \\ \delta_t &= \delta(u_t) = \delta_0 + \delta_1 \cdot u_t^{1+\theta} \\ K_{t+1} &= (1 - \delta_t) \cdot K_t + I_t \end{aligned}$$

где  $Q$  — объем производства,  $u$  — интенсивность использования основного капитала,  $K$  — основной капитал,  $N$  — труд,  $A$  — технология, повышающая производительность труда (эффективность),  $I$  — инвестиции и  $\delta$  — норма амортизации.  $\delta_0$  представляет амортизацию, не зависящую от интенсивности использования основного капитала (также известную как «ржавчина и пыль»), тогда как  $\delta_1 \cdot u_t^{1+\theta}$  представляет амортизацию, которая возрастает при росте коэффициента использования основного капитала (известную как «износ»)<sup>8</sup>.

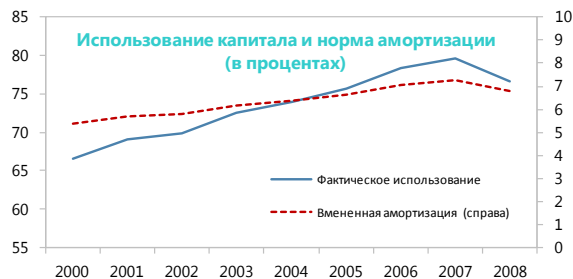
---

<sup>7</sup> Расходы на рабочую силу при использовании капитала могут также быть значительными на предельном уровне экстенсивного использования (например, более высокая норма заработной платы в ночной смене). При этом расходы на рабочую силу при использовании капитала не рассматриваются в модели, поскольку ситуация на рынке труда (заработная плата и показатели безработицы) в последнее десятилетие указывает на ограниченное давление расходов на рабочую силу, связанное с более интенсивным использованием капитала в России.

<sup>8</sup> Подробное описание модели, условия оптимальности и калибровка приводятся в Техническом приложении.



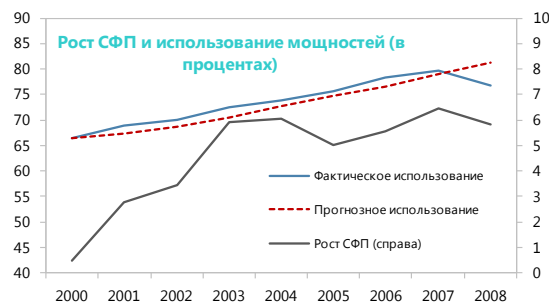
Источник: расчеты персонала МВФ.



Источники: Российский экономический барометр и расчеты персонала МВФ.

15. **Расчеты экономического роста на основе переменного коэффициента использования основного капитала показывают, что более интенсивное использование основного капитала внесло существенный вклад в рост ВВП за прошедшее десятилетие.** Предполагая, что коэффициент использования основного капитала и амортизация с течением времени меняются, на долю роста СФП пришлось около 68 процентов роста ВВП в период с 2001 по 2011 годы и 70 процентов экономического роста в период 2001–2008 годов, что намного уступает вкладу СФП, полученному при традиционном учете факторов экономического роста<sup>9</sup>. Менее значительный вклад СФП — отражение большего вклада капитала в экономический рост, составившего, по оценкам, 26½ процентов совокупного роста ВВП в 2001-2011 годы. Это значительно выше оценки на основе традиционного подхода (8½ процентов), исключительно благодаря более интенсивному использованию основного капитала.

16. **Согласно моделированию, тренд повышения коэффициента использования основного капитала за прошедшее десятилетие полностью соответствует росту СФП.** При моделировании мы вначале рассчитываем темпы роста СФП на основе фактического использования, инвестиций, вмененной амортизации и роста труда. Затем мы



Источники: Российский экономический барометр и расчеты персонала МВФ.

<sup>9</sup> При допущении о линейной однородности производственной технологии и доле труда на уровне 0,5 вклад СФП в экономический рост должен составлять 50 процентов в устойчивом состоянии. В этом отношении расчетный вклад СФП за последнее десятилетие в России остается очень высоким даже после корректировки на тенденцию роста использования капитала. Есть несколько возможных факторов, которые способствуют завышению оценки роста СФП. Во-первых, возможны проблемы измерения при оценке основного капитала и инвестиций. Во-вторых, данные об использовании капитала могут не точно отражать фактический тренд интенсификации использования капитала. Наконец, как отмечается в разделе С, непосредственное признание перераспределения ресурсов и усиления эффекта масштаба в еще большей степени уменьшит вклад СФП.

рассчитываем оптимальную траекторию использования основного капитала, исходя из допущения о том, что экономика сталкивается с экзогенными шоками темпов роста СФП, в соответствии с оценкой учета факторов экономического роста<sup>10</sup>. Как показано на графике, прогнозная траектория использования основного капитала очень близка к фактическому использованию.

**17. Результаты моделирования показывают, что тенденция повышения коэффициента использования основного капитала за прошедшее десятилетие была оптимальной реакцией на изменения во внешних условиях<sup>11</sup>.** При резком повышении темпов роста СФП в первой половине последнего десятилетия границы производственных возможностей российской экономики расширились быстрее, что означало повышение предельной производительности капитала. Возросший спрос на капитал удовлетворяется путем более интенсивного использования существующих мощностей и/или ускорения накопления основного капитала<sup>12</sup>. В особенности при наличии значительных незадействованных мощностей, возникших в результате чрезмерных инвестиций в прошлом или сильного негативного шока СФП в конце 1990-х годов в России, растущий спрос на поток использования капитала будет с большей вероятностью удовлетворяться путем более интенсивного использования существующих мощностей в течение продолжительного периода. Этим также объясняется относительно невысокое отношение инвестиций к ВВП в России за прошедшее десятилетие, несмотря на резкий старт экономического намерствования.

#### **Е. Траектория долгосрочного роста в России и экономическое намерствование**

**18. Прогнозировать траекторию роста экономики в долгосрочной перспективе нелегко в силу сложных взаимосвязей между переменными, считающимися важнейшими определяющими факторами долгосрочного экономического роста.** Кроме того, по мере удлинения горизонта прогнозирования будущее развитие в большей степени зависит от того, что произойдет, а не от того, что уже произошло. С такой оговоркой, прогноз на основе сценария — прогнозная траектория эндогенных макроэкономических переменных при допущении об экзогенных силах — будет разумной альтернативой эконометрических расчетов.

---

<sup>10</sup> В модели предполагается, что рост СФП — случайное блуждание.

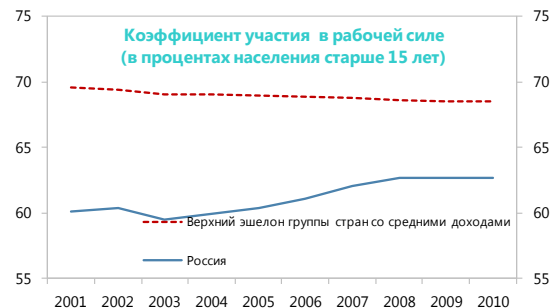
<sup>11</sup> Модель показывает, что интенсификация использования капитала, наблюдавшаяся в России в 2001-2011 годы, является оптимальной реакцией на технологическое намерствование, а также утверждается, что она отражает уменьшение искажений на рынках факторов производства (Kwon, 1986) и уменьшение стремления к извлечению ренты (Kueger, 1974).

<sup>12</sup> При равновесном положении уровень использования капитала определяется имеющимся основным капиталом и ожидаемыми темпами роста СФП, а стоимость более интенсивного использования совпадает со стоимостью амортизированной доли имеющегося основного капитала.

19. **Рассматриваются четыре сценария, включая текущие базисные прогнозы персонала МВФ.** В сценарии 1 предполагаются годовые темпы роста СФП на уровне 3 процентов в 2012–2020 годы, аналогичные средним темпам в период с 2001 по 2011 год. Сценарии 2 и 3 менее оптимистичны, чем сценарий 1, предполагая, соответственно, годовые темпы роста СФП на уровне 1 и 2 процента. В базисном сценарии персонала МВФ не составляется непосредственный прогноз темпов роста СФП. Мы рассчитываем их для сопоставления с другими сценариями при помощи прогнозного отношения инвестиций к ВВП и темпов роста ВВП.

20. **Во всех сценариях предполагается, что предложение труда остается постоянным в рассматриваемый период.** Прогнозы ООН показывают, что население России в возрасте от 15 до 64 лет уменьшится с примерно 103 млн человек в 2010 году до 89 млн в 2030 году, сокращаясь приблизительно на 0,7 процента в год.

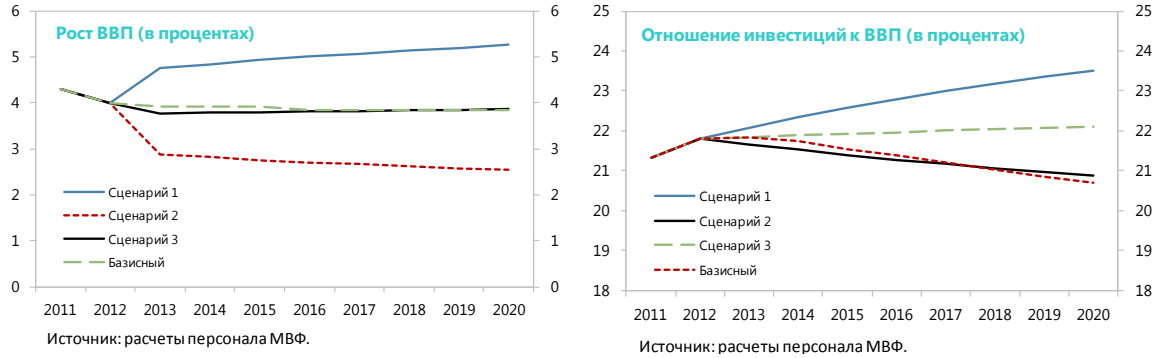
При сокращении численности населения нелегко будет сохранить неизменное предложение труда в долгосрочной перспективе. Однако влияние прогнозируемого отрицательного демографического изменения предложения труда можно ограничить в среднесрочной перспективе, поскольку все еще сохраняется значительный разрыв между коэффициентами участия населения в рабочей силе в верхнем эшелоне группы стран со средними доходами и в России. Пенсионные реформы и реформы рынка труда более общего плана помогли бы продолжить трудиться большему числу людей, и рост иммиграции из соседних стран также мог бы ослабить давление.



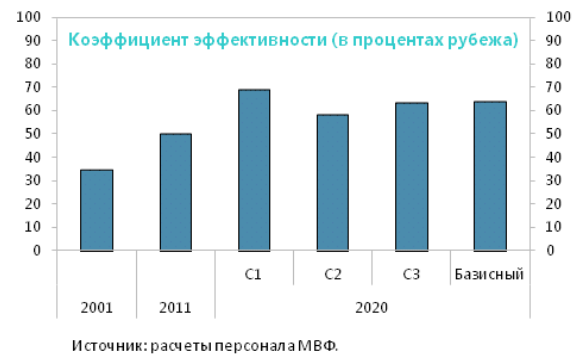
Источники: Всемирный банк; и расчеты персонала МВФ.

21. **Как ожидается, темпы в среднесрочной и долгосрочной перспективе будут зависеть от базового роста СФП.** При росте СФП предкризисными темпами на 3 процента, ожидается рост ВВП России на 5 или более процентов в год в ближайшие 8 лет, что очень близко к средним темпам роста в период с 2001 по 2011 годы. При замедлении темпов роста СФП до 1 процента (сценарий 2), темпы экономического роста снизятся до порядка 2½ процентов в год в 2013–2020 годы, приближаясь к долгосрочным темпам на уровне 2 процентов. Темпы роста будут очень близки к базисному прогнозу персонала МВФ при росте СФП на 2 процента в год, составляя примерно 2/3 расчетных темпов роста СФП за последнее десятилетие<sup>13</sup>.

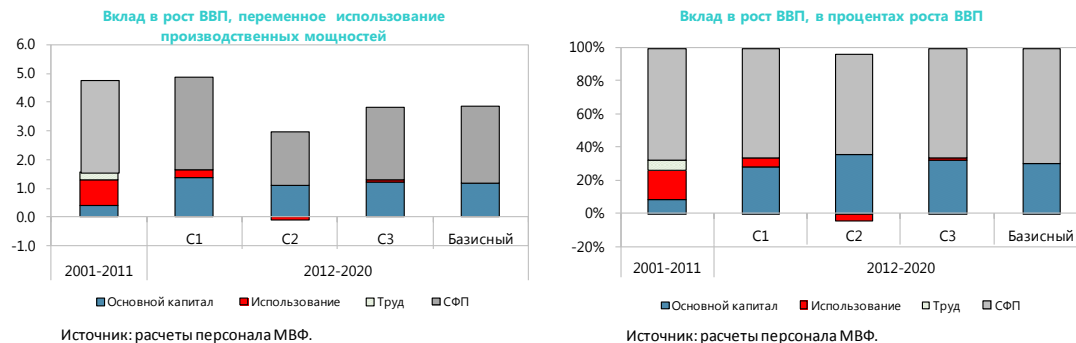
<sup>13</sup> Базисное отношение инвестиций к ВВП после 2014 года несколько ниже уровня, прогнозируемого моделью (сценарий 3), что не имеет существенного значения для выводов настоящей работы.



22. **Во всех сценариях прогнозируется сокращение разрыва в эффективности между Россией и рубежом.** Рубеж эффективности измеряется по определению в работах Tiffin (2006, 2009). После впечатляющего наверстывания эффективности с примерно 35 процентов до 50½ процентов рубежа, в сценарии 1 предполагается дальнейшее ее повышение до 69 процентов к 2020 году. В базисном прогнозе персонала и сценарии 3 прогнозируется наверстывание эффективности до приблизительно 64 процентов уровня рубежа. Даже в наименее оптимистичном сценарии прогнозируется повышение уровня эффективности в России до 58½ процентов рубежа. Эти результаты позволяют предположить, что в России сохраняются значительные возможности для извлечения преимуществ из наверстывания эффективности.



23. **При этом результаты моделирования указывают на существенное отличие разбивки роста ВВП в 2012–2020 годы от последнего десятилетия.** На рост СФП придется приблизительно 65–69 процентов прогнозируемого роста ВВП в 2012–2020 годы, что в целом соответствует показателю на уровне 68 процентов за прошедшее десятилетие. При этом прогнозируется существенное отличие состава роста факторов производства — услуг капитала и труда — от последнего десятилетия.



24. **Во всех сценариях возможности дальнейшей интенсификации использования мощностей ограничены.** Это означает, что для роста в будущем потребуется ускорение накопления основного капитала путем увеличения инвестиций. В отличие от опыта роста за прошедшее десятилетие, когда рост услуг капитала достигался благодаря интенсификации его использования, для роста в следующем десятилетии потребуется значительное увеличение основных фондов, чтобы удовлетворить спрос на услуги капитала.

25. **Для реализации потенциала экономического роста важно будет улучшить инвестиционный климат.** Даже при хорошем потенциале и надлежащих экономических стимулах, искажение экономической политики и нестабильные макроэкономические условия могут помешать реализации потенциала экономического роста, особенно в виде негативного влияния на инвестиции. Использование основного капитала, которое было главным источником роста фактора капитала за прошедшее десятилетие, обычно менее чувствительно реагирует на инвестиционный климат, поскольку от него легко отказаться в случае необходимости. Однако, капитальные инвестиции, которые будут вносить основной вклад в рост в следующем десятилетии, известны своей чувствительностью к инвестиционному климату, включая прочность права собственности на имущество и макроэкономическую стабильность, поскольку отмена инвестиционных решений обходится дороже.

26. **Это подкрепляет необходимость в неуклонном проведении структурных реформ в России.** Нет недостатка в планах реформ, но их фактического проведения оказалось недостаточно для того, чтобы изменить представление инвесторов о российской экономике. Реформы могут способствовать реализации потенциала роста России, непосредственно воздействуя на СФП, а также устраняя искажения, влияющие на инвестиционные решения. Кроме того, ввиду низкой эффективности на государственных предприятиях и значительного государственного вмешательства государства в экономику, значительными представляются возможности повышения эффективности путем перераспределения ресурсов. Реформы, призванные ограничить вмешательство государства в экономику (в том числе путем прозрачной и более решительной приватизации государственных компаний), повысить степень гибкости рынка труда и обеспечить стабильный налоговый режим для инвестиций в новые отрасли, будут иметь большое значение для материализации выгод от экономического намерстывания. Вступление России в ВТО должно стать катализатором этих реформ, сделав деловую среду более предсказуемой и упорядоченной.

### Приложение I.1. Модели роста с переменным коэффициентом использования основного капитала

1. В экономике максимизируется благосостояние (измеряемое как функция потребления на душу населения) с неограниченным временным горизонтом. Предложение труда (или население) и развитие технологии определяются экзогенно. Пользуясь традиционными обозначениями, задачу оптимизации можно записать следующим образом:

$$\begin{aligned} & \text{Max } \sum_{t=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+\beta} \right)^t \cdot u \left( \frac{CN_t}{N_t} \right), \text{ где } u(c) = \frac{c^{1-\frac{1}{\eta}}}{1-\frac{1}{\eta}} \\ & \text{при условии: } K_{t+1} - (1 - \delta_t) \cdot K_t = Q_t - CN_t \\ & Q_t = (u_t \cdot K_t)^\alpha \cdot (A_t \cdot N_t)^{1-\alpha} \\ & \delta_t = \delta(u_t) = \delta_0 + \delta_1 \cdot u_t^{1+\theta} \\ & N_t = N_0 \cdot (1 + n_t)^t \\ & n_t = (1 - \rho_n) \cdot n_0 + \rho_n \cdot n_{t-1} + En_t \\ & A_t = A_0 \cdot (1 + g_t)^t \\ & g_t = (1 - \rho_g) \cdot g_0 + \rho_g \cdot g_{t-1} + Eg_t \end{aligned}$$

2. Здесь  $CN$  — совокупное потребление,  $N$  — население (аналогично предложению труда),  $K$  — основной капитал,  $\delta$  — норма амортизации основного капитала, которая является функцией использования основного капитала,  $u$ ,  $n$  — темпы роста населения,  $A$  — уровень технологии, повышающей производительность труда, и  $g$  — темпы развития технологии.  $En$  и  $Eg$  представляют случайные шоки для темпов роста населения и развития технологии, соответственно.

Для преобразования задачи оптимизации в задачу со стационарным решением определим:

$$c_t \equiv \frac{CN_t}{A_t \cdot N_t}, k_t \equiv \frac{K_t}{A_t \cdot N_t}, y_t \equiv \frac{Q_t}{A_t \cdot N_t}$$

Тогда задачу оптимизации можно переписать следующим образом:

$$\begin{aligned} & \text{Max } \sum_{t=0}^{\infty} \gamma_t \cdot \frac{c_t^{1-\frac{1}{\eta}}}{1-\frac{1}{\eta}}, \text{ где } \gamma_t \equiv \frac{A_0^{1-\frac{1}{\eta}} \cdot (1+g_t)^{t(1-\frac{1}{\eta})}}{(1+\beta)^t} \\ & \text{при условии } y_t = u_t^\alpha \cdot k_t^\alpha \\ & k_{t+1} \cdot (1 + g_{t+1}) \cdot (1 + n_{t+1}) - (1 - \delta_t) \cdot k_t = y_t - c_t \\ & n_t = (1 - \rho_n) \cdot n_0 + \rho_n \cdot n_{t-1} + En_t \\ & g_t = (1 - \rho_g) \cdot g_0 + \rho_g \cdot g_{t-1} + Eg_t \\ & \delta_t = \delta(u_t) = \delta_0 + \delta_1 \cdot u_t^{1+\theta} \end{aligned}$$

Оптимальное решение задачи одновременно удовлетворяет следующим уравнениям.

$$\begin{aligned}
(1) \quad c_t &= c_{t+1} \cdot \left[ \frac{(1+g_{t+1}) \cdot (1+n_{t+1})}{R_{t+1} + (1-\delta_{t+1})} \cdot \frac{1}{t+1} \right]^\eta \\
(2) \quad u_t &= \left[ \frac{\alpha}{\delta_1 \cdot (1+\theta)} \cdot k_t^{\alpha-1} \right]^{\frac{1}{\theta+1-\alpha}} \\
(3) \quad \delta_t &= \delta(u_t) = \delta_0 + \delta_1 \cdot u_t^{1+\theta} \\
(4) \quad n_t &= (1 - \rho_n) \cdot n_0 + \rho_n \cdot n_{t-1} + E n_t \\
(5) \quad g_t &= (1 - \rho_g) \cdot g_0 + \rho_g \cdot g_{t-1} + E g_t \\
(6) \quad y_t &= u_t^\alpha \cdot k_t^\alpha \\
(7) \quad t &\equiv \frac{(1+g_t)^{1-\frac{1}{\eta}}}{1+\beta} \\
(8) \quad k_t &= \frac{1}{1-\delta_t} \cdot [k_{t+1} \cdot (1 + g_{t+1}) \cdot (1 + n_{t+1}) - y_t + c_t] \\
(9) \quad R_t &= \alpha \cdot \frac{y_t}{k_t}
\end{aligned}$$

Модель состоит из 9 эндогенных переменных, 2 экзогенных переменных (шоки для темпов роста трудовых затрат и технологии,  $E n_t$  и  $E g_t$ ) и 8 параметров<sup>14</sup>.

Параметр	Значение	Примечание
$\alpha$	0,5	Доля капитала в производственной функции
$\beta$	0,02	Коэффициент дисконтирования
$\delta_0$	0,02	Амортизация в результате «ржавчины и пыли»
$\delta_1$	0,093	Коэффициент износа (амортизации в результате износа)
$\theta$	1,5	Эластичность предельной нормы амортизации
$\rho_n$	0,999	Стойкость шока предложения труда (почти случайное блуждание)
$\rho_g$	0,999	Стойкость шока технологии, повышающей производительность труда (почти случайное блуждание)
$\eta$	1	Межвременная эластичность замещения

Помимо прочего, значения параметров в уравнении амортизации (3) заслуживают дальнейшего пояснения. Эконометрические исследования параметров амортизации немногочисленны. Мы предполагаем, что амортизация основного капитала составляет 2 процента в год, независимо от интенсивности его использования ( $\delta_0=0,02$ ). Коэффициент части амортизации, приходящейся на износ ( $\delta_1$ ), задан так, чтобы совокупная норма амортизации при фактическом использовании в 2000 году равнялась примерно 5 процентам: т.е.  $\delta_1 = \{x: \delta = 0,02 + x \cdot u^{2.5}, \text{ где } \delta = 0,05 \text{ и } u = 0,67\}$ <sup>15</sup>.

<sup>14</sup> (Перспективные) Уравнения Эйлера решаются с помощью алгоритма с эшелонированием времени в TROLL.

<sup>15</sup> В исследованиях учета факторов экономического роста обычно принимается допущение о 5-процентной годовой амортизации (например, Collins, 2007), оно соответствует норме амортизации, на которую указывают основной капитал и реальные инвестиции в России в 1995–1997 годы по оценке, произведенной в работе Tiffin (2006).



**СПРАВОЧНАЯ ЛИТЕРАТУРА**

- Basu, S. and J. Fernald, 2001, "Why Is Productivity Procyclical? Why Do We Care?," in *New Developments in Productivity Analysis*, eds., Charles Hulten, Edwin Dean, and Michael J. Harper, Chicago: University of Chicago Press.
- Collins, S. M., 2007, "Economic Growth in South Asia: A Growth Accounting Perspective," in *South Asia: Growth and Regional Integration*, eds., Sadiq Ahmed and Ejaz Ghani, Washington D.C.: World Bank.
- Kwon, J. K., 1986, "Capital Utilization, Economies of Scale and Technical Change in the Growth of Total Factor Productivity: An Explanation of South Korean Manufacturing Growth," *Journal of Development Economics* 24, pp. 75–89.
- Krueger, A. O., 1974, "The Political Economy of the Rent-Seeking Society," *American Economic Review* 64, pp. 291–303.
- Oomes, N. and O. Dynnikova, 2006, "The Utilization-Adjusted Output Gap: Is the Russian Economy Overheating?" *IMF Working Paper* WP/06/68 (Washington: International Monetary Fund).
- Shleifer, A. and D. Treisman, 2005, "A Normal Country: Russia After Communism," *Journal of Economic Perspectives* 19, 151–174.
- Tiffin, A. J., 2006, "Ukraine: The Efficiency Cost of Weak Institutions," *IMF Working Paper* WP/06/167 (Washington: International Monetary Fund).
- \_\_\_\_\_, 2009, "Russia: Efficiency and Long-Term Growth," IMF, unpublished manuscript.

## II. ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ

### А. Коридор директивной процентной ставки ЦБ РФ — какой должна быть его ширина?<sup>1</sup>

*Приблизительно за последние 12 месяцев российский денежный рынок перешел от структурного избытка ликвидности к структурному дефициту по мере поглощения избыточной ликвидности в результате сокращения валютных интервенций в сочетании с уменьшением чистого кредита органам государственного управления. Центральный банк воспользовался возможностью для введения активного использования операций на открытом рынке для ориентации краткосрочных ставок и упрочения стабильности в краткосрочной перспективе. Это должно повысить эффективность процентных рычагов центрального банка, усовершенствовать передачу воздействия денежно-кредитной политики и способствовать развитию рынка. Изменение структуры рынка предоставляет идеальную возможность для пересмотра операционной основы денежно-кредитной политики, рационализации числа инструментов и рассмотрения ширины коридора директивных ставок.*

1. Большинство центральных банков пользуются рычагами процентных ставок — процентной ставкой по операциям между центральным банком и его контрагентами на финансовом рынке — для ориентации краткосрочных процентных ставок на оптовых денежных рынках и, таким образом, оказания косвенного влияния как на ставки денежного рынка более долгосрочных средств, так и на процентные ставки, используемые банками и другими финансовыми посредниками в их операциях с экономикой в целом.

2. Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ) на протяжении нескольких лет ведет работу над повышением эффективности процентных рычагов в российской экономике, позволившую ему отказаться от опоры на стабилизированный обменный курс, которой характеризовался подход ЦБ РФ в 1990 годы. С 2000 года до середины 2011 года российский денежный рынок располагал значительным избытком ликвидности,<sup>2</sup> и ЦБ РФ предоставлял постоянные механизмы как для кредитования, так и для депозитов. В условиях избытка ликвидности якорем для краткосрочных процентных ставок обычно служила ставка абсорбции ликвидности центральным банком и на относительно низком уровне — как и во многих других странах с формирующимся рынком. Но во время оттока капитала ЦБ РФ — как многие центральные банки — продавал иностранную валюту для сглаживания воздействия на обменный курс, а корреспондирующей продаже валюты операцией считалось

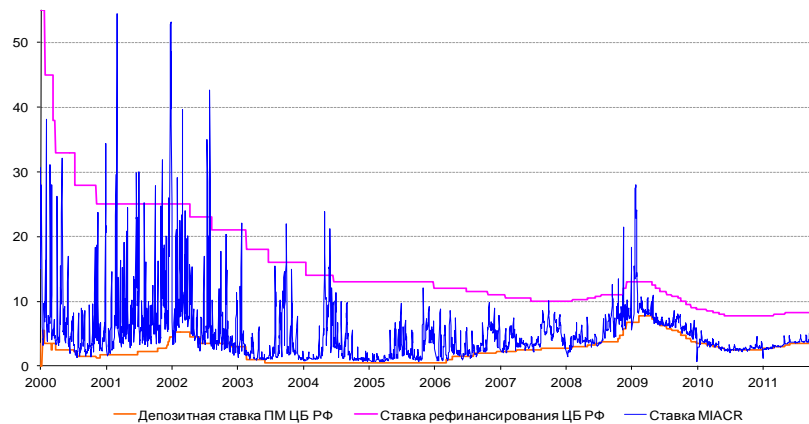
---

<sup>1</sup> Подготовил Саймон Грей.

<sup>2</sup> Ликвидность означает здесь рублевые остатки на текущих счетах коммерческих банков в ЦБ РФ.

уменьшение остатков (на счетах) коммерческих банков в центральном банке. В периоды значительного оттока капитала наблюдалась сильная волатильность процентных ставок, поскольку рынок испытывал временную нехватку резервных денег, и краткосрочные процентные ставки впоследствии подсакивали до верхнего предела (и порой превышали его) — как видно ниже на рисунке 1<sup>3</sup>.

**Рисунок II.1. Ежедневные ставки процента российского денежного рынка**



Источник: данные Центрального банка Российской Федерации

3. Для повышения эффективности ставок денежно-кредитной политики многие центральные банки считают важным внесение большей ясности в установление директивных ставок (пояснение функции реакции денежно-кредитной политики центрального банка) и снижение степени изменчивости наиболее краткосрочных процентных ставок. Это позволяет рынку сформировать мнение об эволюции директивной ставки в будущем и означает, что «шум» краткосрочной волатильности не «заглушает» воздействие краткосрочных ставок на более долгосрочную доходность. Сужение коридора директивной процентной ставки механически снизит волатильность краткосрочной межбанковской ставки. Но для достижения стабильной рыночной ставки в условиях, когда рынок безотказно переносит директивную ставку на остальную часть кривой доходности, необходимо также улучшение управления ликвидностью центральным банком и во многих случаях полезным бывает переход от структурного избытка ликвидности к ее дефициту. Переход в 2011 году к нехватке резервных денег на российском рынке создал основу для снижения волатильности краткосрочных ставок. В настоящей главе обсуждается ширина коридоров

<sup>3</sup> Ставка рефинансирования ЦБ обычно устанавливает верхний предел межбанковских ставок «овернайт», но только если банк, испытывающий недостаток ликвидности, располагает отвечающим требованиям обеспечением. Иногда банки не желают пользоваться постоянным механизмом, если существует предполагаемый отрицательный стереотип, связанный с его использованием. Поэтому нередко на рынках наблюдается резкое повышение суточных ставок сверх ставки постоянного кредитного механизма.

директивных ставок в рамках операционной основы центрального банка для эффективного проведения денежно-кредитной политики.

### История вопроса

4. Курс денежно-кредитной политики центрального банка до начала финансового кризиса в 2008 году обычно ориентировался на целевой уровень краткосрочных межбанковских или оптовых процентных ставок денежного рынка. Некоторые центральные банки облекали свою политику именно в такую форму (например, Федеральная резервная система США, Банк Канады, Резервный банк Австралии). Другие объявляли о своей политике в виде ставки по операциям на открытом рынке, по которой центральный банк проводил операции с контрагентами, ожидая, что краткосрочные рыночные ставки будут приближаться к этому уровню — возможно, на 5–10 базисных пунктов (ЕЦБ, Банк Англии, Резервный банк Новой Зеландии, а также ряд центральных банков стран с формирующимся рынком)<sup>4</sup>.

5. В других случаях центральный банк объявлял ставку постоянного кредитного механизма,<sup>5</sup> но рыночные ставки оставались намного ниже этого уровня, как и ожидалось<sup>6</sup>. Практически все центральные банки предоставляют постоянный кредитный механизм, поскольку это важно с точки зрения платежной системы. Это предотвращает риск того, что нехватка резервных денег в одном банке может вызвать отзыв платежных поручений за целый день. На практике его роль как предохранительного клапана платежной системы означает, что процентная ставка по кредиту ПМ не выполняет центральной функции для целей денежно-кредитной политики. Отражая эту цель, кредит ПМ почти всегда предоставляется на сутки по штрафной ставке, которая достаточно высока, чтобы стимулировать эффективное управление ликвидностью коммерческими банками.

6. Но не все центральные банки предоставляют депозитный ПМ. В нем нет необходимости с точки зрения платежной системы (поскольку остатки избыточных резервов не создают проблем для платежных систем); и предоставленной ликвидностью можно управлять достаточно хорошо (обычно при помощи сочетания ООР и усреднения резервных требований), процентные ставки все же могут

---

<sup>4</sup> ЕЦБ устанавливает *минимальную ставку покупки* по своим краткосрочным кредитным операциям на открытом рынке.

<sup>5</sup> Иногда называется ставкой рефинансирования, ломбардной ставкой или учетной ставкой.

<sup>6</sup> Ряд центральных банков стран с развитой экономикой действовал таким образом по традиции, объявляя фиксированную ставку постоянного кредитного механизма, но проводя операции — часто без соблюдения прозрачности — на вторичном рынке краткосрочных торговых векселей, чтобы ориентировать рыночные ставки на желаемый уровень.

ориентироваться на ставку ООР. США служили таким примером до октября 2008 года<sup>7</sup>.

7. Системы, использующие постоянные кредитные и депозитные механизмы для вливания и изъятия резервных денег, обычно называют системами «коридоров» или «нижних пределов».

### **Система «коридора»**

8. Термин система «коридора» применяется, когда центральный банк устанавливает верхние и нижние границы (большинства) суточных оптовых операций на денежном рынке, предоставляя постоянные кредитный и депозитный механизмы с суточным сроком погашения. В большинстве случаев они устанавливаются с симметричной маржой относительно объявленной директивной ставки. Но при этом ожидалось (по крайней мере в докризисный период), что фактические краткосрочные рыночные ставки будут направляться в значительно более узкий коридор, в соответствии с целевым показателем политики и в середину коридора, при помощи операций на открытом рынке (ООР).

9. Соединенное Королевство представляет интересный пример введения системы «коридора» в 2006 году. В 2004 году было принято решение о реструктуризации операционной основы проведения денежно-кредитной политики с целью обеспечения относительно стабильной ставки по суточным межбанковским кредитам в соответствии с целевым показателем политики. Сильная изменчивость может затруднить понимание курса денежно-кредитной политики. Кроме того, установленный более высокий барьер для участия на рынке<sup>8</sup> ограничил конкуренцию в взаимодействии между центральным банком и экономикой в целом. Поскольку для проведения полномасштабной реформы денежного рынка — включая усреднение договорных резервов, наряду с другими характеристиками — требуется довольно много времени, в качестве временной меры был введен узкий коридор. Это уменьшило волатильность, но не смогло ее устранить (см. сужение коридора в России за последнее примерно десятилетие, показанное на рисунке 1). С введением в мае

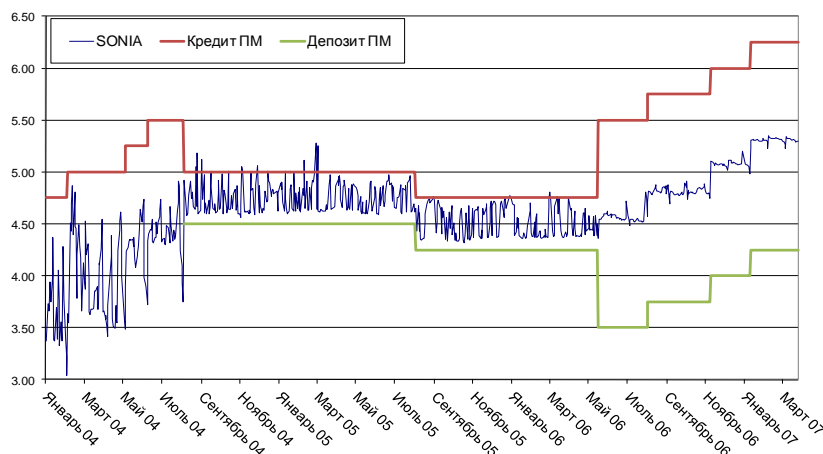
---

<sup>7</sup> При этом растущее число центральных банков, возможно, из-за сложности управления ликвидностью при помощи ООР, предоставляют депозитный постоянный механизм для предотвращения чрезмерного снижения процентных ставок под воздействием остатков резервов. Это важно как для установления целевых показателей инфляции, так и обменного курса. Когда валютный курс является основным целевым показателем денежно-кредитной политики и особенно, когда это делается в виде «жесткой» привязки, краткосрочные процентные ставки чаще носят рыночный характер, поскольку центральный банк не может фиксировать как внешнюю цену денег (обменный курс), так и их внутреннюю цену (краткосрочную процентную ставку), не вводя действенных мер контроля за операциями с капиталом.

<sup>8</sup> Многие менее крупные банки неохотно полагались на межбанковский рынок, опасаясь того, что трудности, связанные с краткосрочной волатильностью, создадут для них риск потенциальных потерь.

2006 года усовершенствованного управления ликвидностью в рамках новой основы денежно-кредитной политики,<sup>9</sup> в значительной степени была достигнута стабильность рынка, позволившая центральному банку расширить коридор директивной ставки с +/-25 б.п. до +/-100 б.п., стимулируя усиления активности на рынке, но не вызывая волатильности процентных ставок.

**Рисунок II.2. Коридор директивной ставки Соединенного Королевства и межбанковские ставки «овернайт»**



Источник: данные Банка Англии

### Система «нижнего предела»

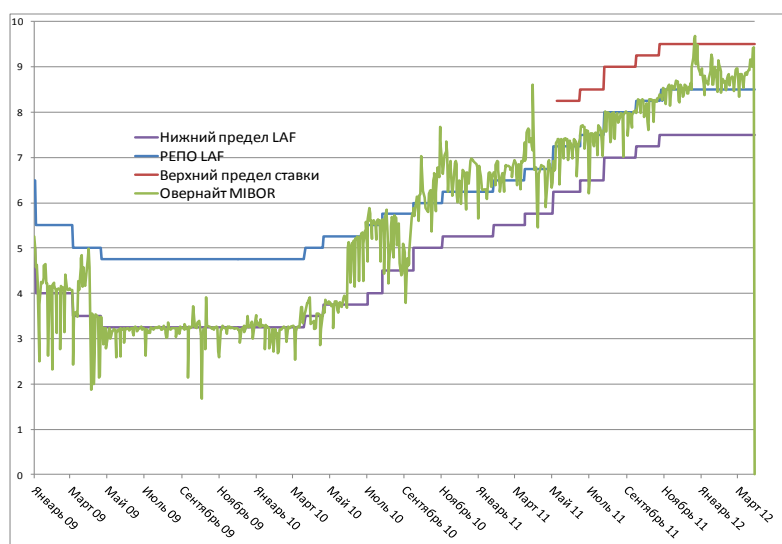
10. Термин система «нижнего предела» используется при наличии асимметричного коридора. Верхняя и нижняя границы рыночных ставок по-прежнему задаются постоянными механизмами; но ООР не проводятся в середине коридора (или, по крайней мере, не проводятся в объеме, достаточном для ориентации процентных ставок на этот уровень); и, следовательно, ожидается, что рыночные ставки будут близки к депозитному ПМ, но несколько выше его уровня. Центральные банки не пользуются системами с «верхним пределом» в обычное время, хотя, сталкиваясь с давлением на обменный курс, центральные банки в течение некоторого времени допускают повышение процентных ставок до верхней границы коридора директивной ставки. Система «нижнего предела» может быть результатом слабого управления ликвидностью или решения экономической политики, согласно которому не платится

<sup>9</sup> В новую систему входило усреднение добровольных договорных сальдо резервов на протяжении 4-5-недельного периода (периода между совещаниями КДКП), недельные ООР с краткосрочной ликвидностью и отчисления в резервы для минимизации риска ликвидности на последний день периода поддержания резервов.

цена истощения избытка резервов при спросе, или политики количественного смягчения условий (КС) или нестерилизованной валютной интервенции.

11. В докризисный период системы «нижнего предела» чаще всего использовались в странах с формирующимся рынком, хотя также применялись и в нескольких странах с развитой экономикой (примечательным примером служит Норвегия). На графике (рисунок 3 ниже) процентных ставок в Индии показаны отдельные фазы: система «нижнего предела» в 2009 и начале 2010 года, со ставками, близкими к нижнему пределу или ниже этого уровня; система «нижнего предела», но реагирующая на периодическую нехватку ликвидности в результате валютных потоков с середины 2010 до середины 2011 года; и введение системы «коридора» с середины 2011 года. Общая картина весьма схожа с Россией. (Отметим, что в Индии ставка «овернайт» временами опускалась ниже этого предела. Это может произойти, например, когда механизм депозитов «овернайт» не доступен до закрытия платежной системы; банк может не осознавать, что хранит избыточную ликвидность до тех пор, пока не становится слишком поздно воспользоваться этим механизмом.)

**Рисунок II.3. Индия: коридор директивных процентных ставок и межбанковские ставки «овернайт»**



Источник: данные Резервного банка Индии

12. Рынок со структурным избытком резервных денег, который не полностью поглощается операциями центрального банка на открытом рынке, на практике будет работать как система «нижнего предела», поскольку банки ожидают, что им придется оставить значительный объем резервов в депозитном механизме «овернайт». Напротив, рынки с изначальным дефицитом резервных денег, скорее всего, будут работать как система «коридора», в которой ООР активно используются для поддержания соответствия краткосрочных рыночных ставок целевой директивной ставке. Это частично объясняется тем, что некоторые центральные банки более склонны вливать ликвидность при помощи ООР, чем ее абсорбировать, поскольку они

получают доход от кредитования, но должны нести затраты по поглощению ликвидности. В более общем плане центральные банки обычно считают постоянный кредитный механизм заимствованием «последней инстанции», которое должно предоставляться по штрафной ставке; и, по определению, ставка не будет штрафной, если сделки на рынке регулярно заключаются по такой ставке. В любом случае, центральный банк почти всегда предоставляет резервные деньги по тому или иному каналу — в частности, для предотвращения сбоев в платежной системе, — так что систем «верхнего предела» не бывает<sup>10</sup>.

13. Это указывает на то, что наибольшее значение для проведения денежно-кредитной политики имеет предельная ставка, по которой рынок ожидает проведения значительного объема операций с центральным банком. В некоторых работах утверждается, что рыночная ставка определяется как среднее значение ставок ПМ, а не ставкой ООР. Но это не подтверждают факты ни в России, ни где-либо еще.

- В отсутствие ООР рыночные ставки обычно приближаются к нижнему пределу или, во время стресса на рынке, к верхнему пределу, вместо стабильного уровня, близкого к среднему между ними (как показано выше на рисунках 1 и 3).
- При активном использовании ООР, но без установленного нижнего предела, краткосрочная рыночная ставка редко является средней между ставкой кредитного ПМ и нулевой; обычно она близка к уровню ООР, или к нулю (нижний предел).

14. Итак, регулярное и широкое применение того или иного ПМ обычно подталкивает рыночную ставку к границе «коридора» (обычно, нижнему пределу), тогда как при ожидании незначительного использования постоянных механизмов, ставка ПМ вряд ли непосредственно влияет на рыночную ставку: тогда рынку следует ориентироваться на ставку ООР.

15. Если центральный банк мог бы управлять ликвидностью в совершенстве, так чтобы рынок всегда ожидал проведения операций с ЦБ только по директивной ставке и никогда — по ставкам ПМ, ширина коридора не имела бы значения, поскольку ставки ПМ фактически утратили бы значение. При этом ширина коридора имеет значение либо в силу неспособности ЦБ в совершенстве управлять ликвидностью — особенно во время сильного стресса на рынке — или потому, что он пользуется системой «нижнего предела», а не ориентируется на середину коридора.

### **Временный переход от «коридора» к «нижнему пределу»**

---

<sup>10</sup> Некоторые центральные банки позволяют рыночным ставкам приближаться к верхнему пределу во время оттока капитала, как автоматическому стабилизатору.



16. В условиях финансового кризиса центральные банки некоторых стран с развитой экономикой (СРЭ) », по мере значительного роста сальдо резервных денег, временно перешли от системы «коридора» к системе «нижнего предела» — в качестве противовеса покупке государственных ценных бумаг в рамках количественного смягчения условий (КС) или посредничества центрального банка при непрекращающейся слабости межбанковского рынка. Примером тому служат США, еврозона и Великобритания. Для этих центральных банков изменение обстановки — в этом случае сильный шок для финансового сектора — означает, что временный переход к системе «нижнего предела» имеет смысл, поскольку необходимость в стабильности финансового сектора перевешивает преимущества системы «коридора» для передачи воздействия денежно-кредитной политики и развития рынка. Ослабление воздействия краткосрочных директивных ставок на экономику в целом не является неотложной проблемой ввиду слабого инфляционного давления на фоне низких темпов экономического роста; но усложнит проведение экономической политики, если инфляционное давление возникнет до поглощения избытка резервов.

#### **Несколько стран перешли от системы «нижнего предела» к «коридору»**

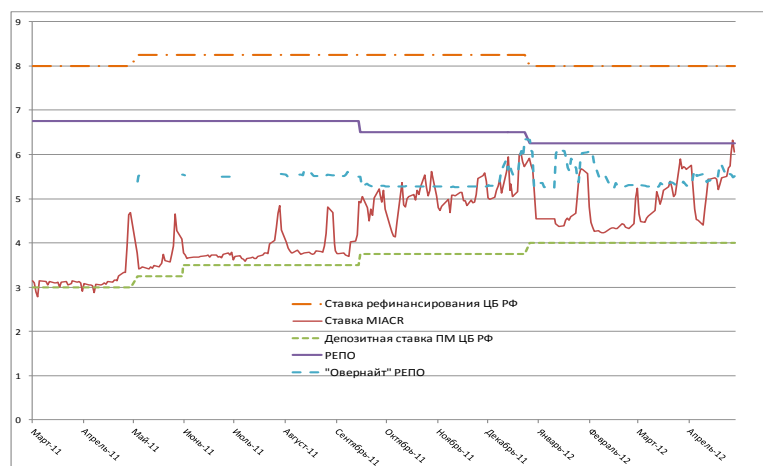
17. В России структурный сдвиг в ликвидности рынка наблюдался на протяжении 2011 года, начиная с апреля, но особенно четко он проявился с конца сентября, когда ставка по кредитованию РЕПО ООР регулярно оказывала сильное влияние, с последующим воздействием на рыночную ставку «овернайт»<sup>11</sup>. Заметное снижение объема официальных покупок иностранной валюты, и временами чистая продажа резервов при продолжающемся оттоке капитала, наряду с сокращением чистого кредита органам государственного управления абсорбировали избыток резервных денег коммерческих банков, приведя к общему дефициту на рынке и способствуя переходу к системе «коридора». Когда ЦБ РФ продавал иностранную валюту для поддержки валютных рынков в конце лета 2011 года, эта операция истощила резервы в национальной валюте (поскольку коммерческие банки должны платить за иностранную валюту). В то же время рост чистых остатков органов государственного управления в ЦБ РФ и рост денег в обращении, вместе взятые вывели с рынка в 2011 году приблизительно 2,3 трлн рублей. На рисунке 4 ниже указаны несколько точек с апреля по сентябрь 2011 года, когда на рынке наблюдался временный дефицит ликвидности, приведший к резкому повышению межбанковских ставок, а затем с сентября 2011 года последовательный переход к дефициту позволил перейти к системе «коридора», при ставках межбанковского рынка значительно более близких к ООР в виде РЕПО «овернайт», чем к нижнему пределу.

---

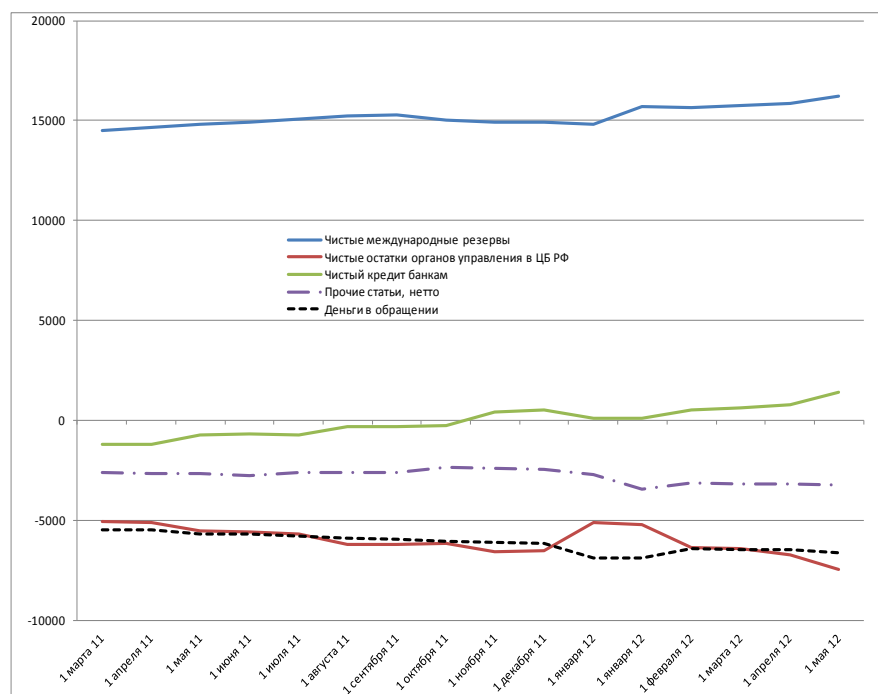
<sup>11</sup> Здесь используется ставка рынка «овернайт», известная как средняя кредитная ставка московского межбанковского рынка (MIACR). MIACR находилась в середине коридора в январе-феврале 2009 года, когда широко использовались и РЕПО ООР, но в течение более короткого периода.

18. В ряде других стран с формирующимся рынком, переживших отток капитала в 2008–2009 годы или позднее, наблюдался аналогичный сдвиг сальдо структурной ликвидности. В таких условиях, когда центральный банк становится регулярным поставщиком ликвидности для рынка, обычно проще использовать систему «коридора».

**Рисунок II.4. Россия, Краткосрочные процентные ставки в 2011 году**



**Рисунок II.5. Россия, основные статьи баланса ЦБ РФ, 2011 год, в млрд рублей**

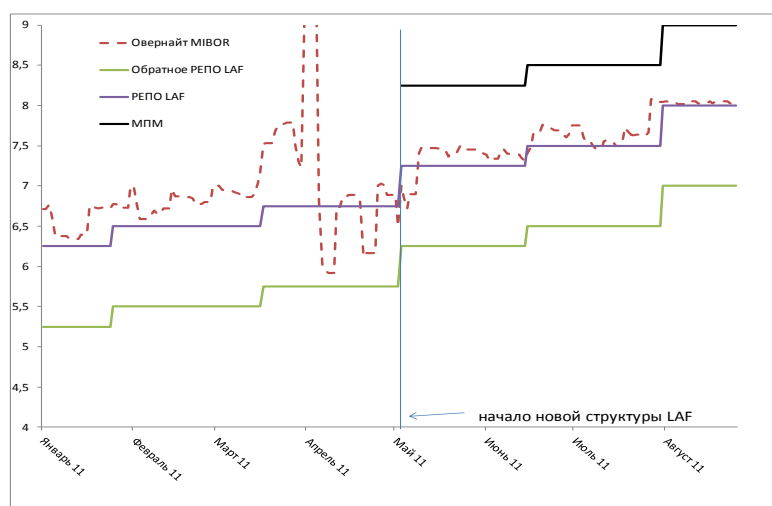


Источник: Данные Центрального банка Российской Федерации

19. Сходная закономерность наблюдается в Индии. В данном случае два важных фактора вывели ставку по суточным межбанковским кредитам на середину коридора процентных ставок. Во-первых, центральный банк принял решение в своей политике

отказаться от валютных интервенций, позволив рынку играть более важную роль в определении обменного курса, и продал часть иностранной валюты во время сильной напряженности с долларом с финансированием в 2008–2009 годы. Поскольку официальные покупки валюты больше не создавали ликвидность в национальной валюте, тренд повышения спроса на резервные деньги быстро сдвинул рынок к структурному дефициту, усилив рычаги центрального банка. Во-вторых, и на базе этого, центральный банк откорректировал структуру своих операций, используя операции на открытом рынке для ориентации рыночных ставок на середину коридора и, таким образом, для ослабления изменчивости — рисунок 6 ниже<sup>12</sup>.

**Рисунок II.6. Индия, краткосрочные процентные ставки в 2011 году**



Источник: данные Резервного банка Индии

20. В этом случае РБИ воспользовался изменением обстановки, чтобы усовершенствовать основы своей операционной деятельности. Другим, более давним, примером служит Национальный банк Хорватии, который в 2005 году откорректировал способ выполнения резервных требований, чтобы добиться перехода рынка от структурного избытка к структурному дефициту резервов в национальной

<sup>12</sup> Рабочая группа по операционным процедурам денежно-кредитной политики, созданная в июле 2010 года, опубликовала свой отчет в марте 2011 года. В Заявлении о денежно-кредитной политике на 2011–2012 годы от 3 мая 2011 года приводятся подробности внесенных изменений.

валюте и укрепить регулирование центральным банком краткосрочных рыночных ставок при помощи ООР для предоставления ликвидности<sup>13</sup>.

### Определение ширины коридора

21. Мировая практика в отношении ширины коридоров директивных ставок существенно различается.

**Таблица II.1. Коридоры директивных ставок**

<b>+/- 25 б.п.</b>	Австралия, Канада, Чили, Израиль, Малайзия	<b>Симметричны</b>
<b>+/- 50 б.п.</b>	Египет, Новая Зеландия, Сингапур, Южная Африка, Швеция, Швейцария и Таиланд	<b>Не все симметричны</b>
<b>+/- 100 б.п. (до кризиса)</b>	Чешская Республика, ЕЦБ, Банк Англии <sup>14</sup> , ФРС США, Венгрия, Индия, Корея	<b>В основном симметричны</b>  <b>США — неоднозначный случай</b>
<b>Более 100 б.п.</b>	Боливия, Польша, Азербайджан, Бразилия	

### Слишком широкий коридор?

22. Если управление ликвидностью связано с потенциальными трудностями, так что степень неопределенности банка-кредитора относительно высока в отношении его собственного управления ликвидностью и он может предположить, что его

<sup>13</sup> См. главу 2 Годового отчета Национального банка Хорватии за 2005 год. «Операции на открытом рынке были введены в целях содействия управлению денежно-кредитной сферой и более активной роли Национального банка Хорватии в управлении ликвидностью банковской системы. В краткосрочной перспективе цель операций на открытом рынке заключалась в стабилизации процентной ставки «овернайт» и создании справочной процентной ставки на денежном рынке. В более долгосрочной перспективе цель денежно-кредитной политики заключается в создании механизма воздействия денежно-кредитной политики с использованием механизма процентной ставки. С введением операций на открытом рынке, центральный банк пересмотрел свои имеющиеся инструменты денежно-кредитной политики и ввел новые».

<sup>14</sup> Банк Англии перед кризисом сузил коридор в последний день периода поддержания резервов: в системе, применявшейся с мая 2006 года до финансового кризиса (когда БА фактически прекратил краткосрочные операции), коридор ПМ сузился с +/-100 б.п. во время ППР до +/-25 б.п. на последний день ППР. Теория (так называемое «свойство Мартингейла») указывает, что если ставки межбанковского рынка можно жестко зафиксировать в последний день ППР, межвременной арбитраж удержит ставки «овернайт» на уровне директивных ставок в другие дни ППР.

контрагенты также сталкиваются с аналогичной неопределенностью, усиливается вероятность необходимости в доступе к постоянному кредитному механизму центрального банка. При чрезмерно высокой стоимости доступа к этому механизму (слишком «штрафном» характере), банки заинтересованы в наращивании буферов ликвидности для того, чтобы избежать этих расходов, вместо торговых операций. (Это поведение иногда называется «удержанием или накоплением ликвидности»; оно часто бывает рациональной реакцией на условия рынка, в том числе на операционную структуру центрального банка, а не порочной моделью поведения.) Например, рост межбанковского суточного кредитования на 50 б.п. каждый день за неделю будет с избытком компенсироваться, если бы банк-кредитор имел доступ к кредиту ПМ по ставке, на 300 б.п. превышающей фактическую директивную ставку, раз в неделю даже без учета затрат на хранение обеспечения, отвечающего требованиям.

### **Слишком узкий коридор?**

23. Имеет ли значение, если коридор слишком узок, так что у рынка нет стимула к заключению краткосрочных рыночных сделок? Это может иметь второстепенное значение с точки зрения неотложных задач политики: краткосрочные ставки все же должны соответствовать цели политики. Однако посредничество центрального банка является «залогоемким», поскольку центральный банк потребует обеспечения от банков-заемщиков. Это обременяет финансовое посредничество балластом затрат и может снизить ликвидность вторичного рынка ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения. Также присутствует риск того, что центральный банк будет склонен компенсировать эти затраты принятием второсортного обеспечения. А это может привести к ухудшению качества залогового обеспечения, хранимого банковской системой в целом.

24. Согласно вышеприведенным аргументам, и чрезмерно узкие, и чрезмерно широкие коридоры будут сдерживать межбанковские операции и, как правило, ограничивать развитие рынка и кривой доходности, ослабляя механизм воздействия денежно-кредитной политики на основе процентной ставки.

### **Какой размер спреда процентной ставки считается значительным?**

25. Распространен аргумент, согласно которому ставки постоянного механизма должны быть «штрафными», чтобы служить отрицательным стимулом к посредничеству рынка через центральный банк. Это говорит о том, что центральный банк должен быть в состоянии судить о значении «штрафа» для данного рынка.

В обычных рыночных условиях должны учитываться следующие важные факторы: размер сделок, стоимость торговых операций и стоимость альтернатив<sup>15</sup>.

26. Даже если предположить нулевой кредитный риск и риск ликвидности, связанные со сделкой, стоимость расчета в бэк-офисе вполне может превысить такую прибыль. Это еще более вероятно в случае сделки с обеспечением (например, РЕПО), поскольку затраты на проведение расчетов по операциям РЕПО (включая любые сборы, подлежащие уплате депозитарию ценных бумаг) превышают расходы в случае межбанковских необеспеченных операций. Если считается, что присутствует риск ликвидности, прибыль должна быть соответственно выше. Дело может быть также и в удобстве: если операции с центральным банком связаны с низкими альтернативными издержками, они могут быть ниже оплаты услуг дилингового зала и мидл-офиса, необходимых для использования межбанковского или оптового рынков.

### **Структура процентных ставок Центрального банка Российской Федерации**

27. В России, как и во многих странах, по всей видимости, сложилась определенная сегментация межбанковских рынков, особенно по двусторонним сделкам<sup>16</sup>. Немногочисленные крупные банки торгуют друг с другом в больших объемах (возможно, достигающих нескольких миллиардов рублей), тогда как большее число мелких банков проводит торговые операции на сумму в сто миллионов рублей или менее. Спред (в разумной степени) штрафной для малых банков может быть чрезмерно карательным для более крупных участников рынка. В таком случае центральному банку лучше построить свою систему таким образом, чтобы в большей степени учитывать крупные сделки, поскольку их влияние на экономику в целом сильнее. Для России это будет означать сужение спреда для оптимизации стимулов для более крупных банков к проведению торговых операциям на рынке, даже если ряд мелких банков тогда будет в большей степени полагаться на кредитные механизмы центрального банка.

28. Структура процентных ставок по операциям Центрального банка Российской Федерации на конец 2011 года — см. ниже в таблице 2 — указывает на использование нескольких разных процентных ставок, одной — для кредитов в рамках операций постоянного действия, другой — для депозитных постоянных операций и третьей — для операций на открытом рынке, а также ряда различных сроков погашения и моделей обеспечения. Множественные официальные ставки в России, несмотря на уменьшение их числа по сравнению с прежним уровнем, остаются необычными по

---

<sup>15</sup> Например, прибыль от сделки «овернайт», с доходностью в размере 25 б.п. на 1 млн долл. США, равна 6,85 долл. США.

<sup>16</sup> Затраты на проведение трейдинговых операций на таких платформах, как MICEX, обычно снижаются и, таким образом, позволяют проводить менее крупные операции.

международным меркам. Из-за этого трудно определить, является ли коридор (или коридоры) чрезмерно широким или узким как для отдельных видов банков, так и для банковской системы в целом. Это значительно усложняет задачу по оценке обоснованности спредов ставок, а также воздействие ставок «овернайт» на более долгосрочные рыночные ставки, поскольку рынку не будет ясна цель, достижение которой преследует центральный банк при помощи такой сложной структуры инструментов. Фактически сдвиги в структурной ликвидности означают, что воздействие этой структуры будет варьироваться со временем.

29. Сосредоточимся на операциях «овернайт», ставка по РЕПО ООР «овернайт» (до 7 дней) составляла  $5\frac{1}{2}$  процента: это на 125 б.п. превышало ставку депозитных постоянных операций «овернайт», но на 275 б.п. уступало более высоким ставкам по кредитам «овернайт». Это дает асимметричный коридор шириной в 400 б.п. для операций «овернайт» — предполагая, что это наиболее подходящий общий показатель операционной системы для рынка в целом, а это — большой спред по сравнению с другими рынками.

30. При этом в последнее время достигнут определенный прогресс со сдвигом эффективной директивной ставки в середину коридора. Когда система работала как система «нижнего предела» — до 4 кв. 2011 года — спред, составлявший почти 400 б.п., между M1ACR и более высоким верхним пределом постоянного механизма представлялся чрезмерно большим (поскольку он стимулировал бы банки к «удержанию» ликвидности вместо того, чтобы рисковать платой по такой высокой ставке). С переходом к более симметричной системе «коридора», спред между M1ACR и верхним пределом постоянного механизма сократился наполовину; и для банков, которые могли пользоваться механизмом РЕПО с фиксированными ставками на уровне 6,25 процента, фактический спред несколько превышал 100 б.п. При общей симметричности и более низких альтернативных издержках использования постоянных механизмов в случае необходимости возрастет вероятность использования банками межбанковского рынка. При этом, вероятно, возможен дальнейший прогресс, в том числе путем упрощения структуры директивных ставок.

### **Переход к более узкому коридору?**

31. Чем бы ни руководствовалось определение ширины коридора в обычное время, ее следует пересматривать хотя бы периодически, чтобы отражать в ней эволюцию рынка; и во время стресса на рынке. С 2007 года ряд центральных банков временно уменьшил ширину коридора, поскольку считал, что полезно ослабить изменчивость краткосрочных ставок с повышенного уровня и что, несмотря на нарушение работы межбанковских рынков или, по меньшей мере, их более слабую работу по сравнению с прошлым, расширение коридора не устранило бы основные причины проблем на межбанковском рынке (усиление представления о кредитном риске, усилившийся риск ликвидности). Поскольку неопределенность в отношении ликвидности на рынке

означала, что для управления ликвидностью нельзя было положиться на посредничество рынка, ставки ПМ приобрели новое значение. Это временное явление, но важно его использовать в условиях стресса.

- Федеральный резервный банк США сократил спред между своей целевой ставкой (ставкой по федеральным фондам) и кредитным ПМ (Механизм первичного кредитования, известный как дисконтное окно) с 100 б.п. до 50 б.п. в августе 2007 года, а затем до 25 б.п. в марте 2008 года<sup>17</sup>. Спред был вновь увеличен до 50 б.п. в начале 2010 года после ослабления межбанковского давления (частично объяснявшегося объемом вливания ликвидности в рамках программы количественного смягчения условий). Согласно опубликованным данным, при увеличении спреда до 50 б.п., банки стали меньше пользоваться ПКМ и увеличили объем межбанковских операций. Отметим, что в США в настоящее время 50 б.п. представляют общую ширину коридора между ставкой, выплачиваемой по избыточным резервам (25 б.п.), и ставкой, взимаемой за кредит ПМ (75 б.п.).
- ЕЦБ<sup>18</sup> применял коридор в размере +/-100 б.п. с 1999 по 2008 годы. Коридор был сокращен до +/-50 б.п. в октябре 2008 года при сильной изменчивости краткосрочной процентной ставки; восстановлен на уровне +/-100 б.п. в январе 2009 года, но затем сузился до +/-75 б.п. по мере того, как рынки не поддержали восстановление. Однако можно утверждать, что, со времени введения тендеров ООР с выделением в полном объеме по фиксированной ставке в октябре 2008 года, ссудная ставка ООР функционировала в значительной степени как ставка ПМ, так что фактическая ширина коридора составляла 75 б.п.
- Банк Англии ввел узкий коридор в размере +/-25 б.п. в 2004 году перед введением системы усреднения обязательных резервов в мае 2006 года, с тем чтобы ограничить изменчивость межбанковской ставки «овернайт» до введения новой системы. После введения системы усреднения обязательных резервов, коридор был расширен до +/-100 б.п., поскольку с тех пор управление ликвидностью было в состоянии удерживать фактические ставки «овернайт» в жестком диапазоне вокруг директивной ставки. Спред уменьшился до +/-25 б.п. в 2008 году в условиях сильной волатильности на рынке. После снижения директивной ставки до 50 б.п. в марте

---

<sup>17</sup> ФРС США по закону не разрешалось выплачивать вознаграждение по остаткам резервов до октября 2008 года, так что до тех пор она не пользовалась системой «коридора».

<sup>18</sup> В качестве исключительной меры во время введения евро ЕЦБ применял узкий коридор. В период 4-21 января 1999 года действовал узкий коридор в размере 50 базисных пунктов между процентными ставками предельного механизма кредитования и депозитного механизма, призванный облегчить переход к новому режиму.



2009 года, ширина коридора фактически составляла 25 б.п., поскольку проценты по всем резервам выплачиваются по директивной ставке, так что это срабатывает как депозитный ПМ.

32. При системе «нижнего предела» ширину коридора следует переоценивать, поскольку разрыв между рыночной ставкой и кредитным ПМ составляет уже не половину ширины коридора, а (почти) равен его ширине.

### **Заключение**

33. Значение ширины коридора возрастает в той степени, в которой: (i) участники рынка намерены больше пользоваться постоянными механизмами как из-за отсутствия ООР, так и в силу того, что на ООР и другие инструменты управления ликвидностью нельзя полагаться для поддержания равновесия между предложением и спросом на резервные деньги в достаточно узком коридоре; (ii) значение ширины коридора возрастает на сегментированном рынке, на котором банки с избыточной ликвидностью могут оказаться не готовыми кредитовать банки, испытывающие недостаток ликвидности.

34. Кроме того, отрицательным стимулом для операций на межбанковском рынке по всей видимости становится: (i) слишком узкий коридор, поскольку преимущества заключения сделок на рынке для богатых ликвидностью банков не перевешивают достоинства использования центрального банка в качестве посредника, или (ii) слишком широкий коридор, поскольку альтернативные издержки дефицита резервов стимулируют «удержание» ликвидности.

35. Кроме того, по всей видимости, для всех рынков коридор, ширина которого менее +/-25 б.п., слишком узок для того, чтобы стимулировать межбанковские операции. Если ширина коридора превышает +/-100 б.п., центральному банку должно быть достаточно ясно, что расширившийся спред будет стимулировать межбанковские операции (или ослабит давление на обменный курс), а не накопление ликвидности.

36. Для России (как для некоторых других стран), когда есть основания для уменьшения ширины коридора для содействия усилению активности межбанковского рынка, невозможно заранее определить идеальную ширину коридора. Россия находится в «режиме учебы», в котором центральный банк и рынок привыкают к структурному дефициту ликвидности, помимо того, что им приходится работать в весьма неопределенных международных условиях. В такой ситуации центральному банку имеет смысл постепенно сужать коридор и следить за реакцией рынка. Когда, как в настоящее время в России, система работает как система «коридора», повышение нижнего предела и снижение верхнего предела может быть в основном техническим шагом, поскольку не должно ожидать изменение рыночных ставок (тем не менее, центральному банку необходимо четко информировать рынок о том, что это делается на техническом уровне для отражения изменившейся структуры рынка). Напротив, повышение нижнего предела ставки в системе «нижнего предела» подразумевает

изменение политики; и снижение верхнего предела — даже при редком использовании постоянного кредитного механизма — может толковаться как смягчение политики, особенно если центральный банк в прошлом называл ее «директивной» ставкой. Мы считаем, что на данном этапе для российских рынков обоснованным было бы сужение ширины коридора до примерно 200 б.п.; но пока центральный банк находится в «режиме учебы» и необходимо учитывать ряд меняющихся факторов как на внутреннем, так и на международных рынках, центральному банку следует действовать осторожно и регулярно оценивать ситуацию.

37. Наконец, рационализация (сокращение) числа директивных ставок и сроков погашения должна облегчить толкование реакции рынка на любые корректировки и, таким образом, оценку пользы дальнейших изменений.

### **В. Регулирование ожиданий — совершенствование информационной политики ЦБ РФ<sup>19</sup>**

*Хорошая информация может значительно повысить действенность денежно-кредитной политики. В последние годы ЦБ РФ добился важного прогресса в своей информационной политике, но еще остаются большие возможности для ее дальнейшего совершенствования. В частности, ЦБ РФ было бы полезно публиковать свои инфляционные прогнозы и протоколы совещаний по своей политике. В предоставлении информации в целом также полезно было бы согласовывать сообщения, которые делает ЦБ РФ, и другие организации.*

38. **Информационная политика является важным инструментом в наборе рычагов центрального банка.** Это объясняется тем, что распространение информации центральным банком может формировать *ожидания* в отношении денежно-кредитной политики, будущих рыночных условий, уровней процентных ставок и обменных курсов, и, что имеет решающее значение, инфляции.

39. **Центральные банки повышают степень прозрачности.** В прошлом центральные банки часто были довольно скрытными, и считалось, что действенность их политики зависела от способности «застать рынки врасплох». Однако за последние двадцать лет основное направление экономической мысли по этому вопросу резко изменилось, и многие центральные банки — особенно устанавливающие целевые показатели инфляции — повысили степень прозрачности.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Подготовил Дэвид Хофман.

<sup>20</sup> Полезный обзор истории распространения информации центральными банками и общее рассмотрение соответствующих вопросов см. в работах Blinder et al. (2008) *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*, NBER Working Paper No. 13932, и Woodford (2005) *Central Bank Communication and Policy Effectiveness*, NBER Working Paper No. 11898.

40. **Хорошая информация может повысить действенность денежно-кредитной политики.** Отчасти, тенденция к усилению прозрачности вызвана призывом к подотчетности все более независимых центральных банков. При этом не менее важным локомотивом этой тенденции стало понимание того, что распространение информации центральным банком может значительно повысить эффективность денежно-кредитной политики. Относительно немногие операции в экономике проводятся по ставке суточных межбанковских кредитов, которая служит оперативным целевым показателем многих центральных банков и главной механической точкой воздействия денежно-кредитной политики. Для экономической активности обычно более важным является воздействие мер центрального банка на долгосрочные процентные ставки и общую кривую доходности. Это, в свою очередь, в решающей степени зависит от ожиданий общественности в отношении будущей траектории краткосрочных процентных ставок и будущей политики центрального банка. Ведь, помимо количественного смягчения денежно-кредитных условий, центральный банк может влиять на долгосрочные процентные ставки только посредством ожиданий. Так что регулирование ожиданий является ключевой задачей любого центрального банка.

41. **Закрепление ожиданий имеет важнейшее значение для экспортеров биржевых товаров.** В странах-экспортерах биржевых товаров — многие из которых в странах с развитой экономикой применяют таргетирование инфляции (например, Австралия, Канада, Новая Зеландия) — регулирование и закрепление ожиданий в отношении будущих условий и инфляции может иметь еще большее значение для ослабления краткосрочной макроэкономической изменчивости, которую могут вызвать неустойчивые цены на биржевые товары.

42. **Центральные банки могут предоставлять информацию по нескольким темам.** В целях формирования ожиданий в отношении будущих условий и мер политики, центральные банки могут рассмотреть предоставление информации по нескольким общим направлениям.

- Во-первых, центральный банк может сообщить о **цели и стратегии** своей политики. Например, центральный банк, таргетирующий инфляцию, обычно довольно точно сообщает свой целевой показатель инфляции, а также временной горизонт достижения этого целевого показателя. Хорошо известна цель ЕЦБ, заключающаяся в удерживании темпов инфляции в среднесрочной перспективе на уровне ниже 2, но незначительно, процентов.
- Во-вторых, центральный банк может дать, с различной степенью детализации, обоснование **решений** по своей текущей и прошлой **политике** и пояснить процесс принятия решений. Примеры таких сообщений включают заявления после совещаний по политике (ЦБ РФ) или пресс-конференции (ЕЦБ) для пояснения решений по процентным ставкам и публикация протоколов

совещаний в центральном банке (Федеральная резервная система, Банк Англии).

- В-третьих, центральный банк может поделиться своим мнением о текущей **экономической ситуации и перспективах развития экономики**. Благодаря своим специализированным экспертным знаниям и ресурсам центральные банки могут располагать большим объемом информации об экономических условиях и перспективах экономики, и представление ими этой информации общественности может помочь ей лучше понять состояние экономики.<sup>21</sup> Кроме того, такая информация раскрывает толкование текущих и будущих условий центральными банками, что позволяет общественности понимать и ожидать потенциальные будущие меры политики. Например, в этом контексте большинство центральных банков, занимающихся таргетированием инфляции, публикуют прогнозы инфляции, иногда в виде «веерных диаграмм», которые также дают представление о рисках инфляции, связанных с базисным прогнозом (например, Банк Англии, Банк Норвегии). Информация об инфляционных ожиданиях общественности бывает также весьма познавательной и публикуется некоторыми центральными банками (например, Федеральным резервным банком Новой Зеландии).
- В-четвертых, центральный банк может непосредственно публиковать сообщения о **перспективах будущей денежно-кредитной политики**. Например, некоторые центральные банки сообщали о смещении в сторону смягчения/ужесточения, предвосхищая будущие меры политики. Другим примером служит повторение заявления ФРС о том, что она будет удерживать процентные ставки на низком уровне в течение длительного периода. А некоторые центральные банки — например, Шведский Риксбанк, Банк Норвегии — идут еще дальше и публикуют прогнозную траекторию будущих процентных ставок.

43. **Последовательные сообщения по этим направлениям позволяют общественности со временем ознакомиться с функцией реакции центрального банка.** Это усиливает предсказуемость денежно-кредитной политики и, таким образом, может способствовать повышению ее эффективности, в том числе путем укрепления доверия к целевому показателю инфляции и закрепления инфляционных ожиданий.

---

<sup>21</sup> Некоторые данные, подтверждающие допущение о том, что центральные банки располагают большим объемом информации, приводятся, например, в работе Romer and Romer (2000), *Federal Reserve Information and the Behavior of Interest Rates*, *American Economic Review*, 90(3):pp. 492–457.

Таблица II.2. Процентные ставки Центрального банка Российской Федерации



Центральный  
банк  
Российской  
Федерации

Процентные ставки по операциям Банка России  
(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	с 28.02.11	с 03.05.11	с 31.05.11	с 15.09.11	с 26.12.11
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Кредиты "овернайт"	1 день	8,00	8,25	8,25	8,25	8,00
		Сделки "валютный своп" (рублевая часть)	1 день	8,00	8,25	8,25	8,25	8,00
		Ломбардные кредиты, прямое РЕПО	1, 7 дней <sup>1</sup>	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25
		Ломбардные кредиты	30 дней <sup>2</sup>	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25
		Прямое РЕПО	12 месяцев <sup>2</sup>	7,75	8,00	8,00	7,75	7,75
		Кредиты, обеспеченные золотом	До 90 дней	—	—	—	6,75	6,75
			От 91 до 180 дней	—	—	—	—	7,25
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	До 90 дней	7,00	7,25	7,25	7,00	7,00
			От 91 до 180 дней <sup>3</sup>	7,50	7,75	7,75	7,50	7,50
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы прямого РЕПО	1 день	5,25	5,50	5,50	5,25	5,25
			Ломбардные аукционы, аукционы прямого РЕПО	7 дней	5,25	5,50	5,50	5,25
		Ломбардные аукционы, аукционы прямого РЕПО	3 месяца	6,75	7,00	7,00	6,75	6,75
			6 месяцев <sup>2</sup>	7,25	7,50	7,50	7,25	7,25
12 месяцев <sup>2</sup>			7,75	8,00	8,00	7,75	7,75	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	1 месяц	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50
			3 месяца <sup>2</sup>	6,00	6,25	6,50	6,50	6,50
	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Депозитные операции	1, 7 дней, до востребования	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00
Справочно:								
Ставка рефинансирования				8,00	8,25	8,25	8,25	8,00

<sup>1</sup> Проведение операций прямого РЕПО по фиксированной ставке на 7 дней приостановлено.

<sup>2</sup> Проведение операций приостановлено.

<sup>3</sup> Проведение операций приостановлено с 10.02.2011, возобновлено с 01.11.2011.

Дата последнего обновления: 23 декабря 2011 года.

## Распространение информации Центральным банком Российской Федерации

44. **В последние годы ЦБ РФ добился значительного прогресса в своих сообщениях.** Ежегодно принимаемые и публикуемые Основные направления денежно-кредитной политики (с 3-летним горизонтом) дают адекватное представление о целях ЦБ РФ в области инфляции. В ежемесячных докладах об инфляции проводится анализ прошлых и текущих экономических условий. И в заявлениях, выпускаемых после ежемесячных совещаний по политике банка, предоставляется объяснение решений в области политики и раскрывается, в определенной степени, информация о перспективах будущей политики. Это заявления в последнее время стали более детальными, включая ссылки на циклическую фазу экономики, такие как использование мощностей и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства.

45. **При этом все же остаются значительные возможности для совершенствования.** Особенно актуальны следующие четыре направления совершенствования.

- **Прогнозы инфляции.** До сих пор доклады ЦБ РФ по инфляции в основном составляются на ретроспективной основе. Несмотря на пользу этих докладов для понимания общественностью прошлых условий и мер политики, они почти не помогают понять будущие условия и меры политики. Для этой цели важно, чтобы ЦБ РФ осуществил свои планы по включению перспективного раздела в свои доклады об инфляции. Со временем в этот перспективный раздел следует также включить прогнозы инфляции с приемлемым горизонтом. Такие прогнозы предоставит важную информацию общественности, которая позволит ей ожидать и понимать политику ЦБ РФ и сделает денежно-кредитную политику более предсказуемой. Такая предсказуемость, в свою очередь, может содействовать дальнейшему ограждению денежно-кредитной политики от политического влияния, тем самым укрепляя фактическую независимость ЦБ РФ.
- **Протоколы.** Для подкрепления и поддержки пояснения мер политики в ежемесячных заявлениях о проводимой политике и предоставления дополнительной информации о процессе принятия решений, ЦБ РФ также было бы полезно начать публиковать протоколы прошедших ранее совещаний его правления. Это также усилило бы подотчетность ЦБ РФ перед широкой общественностью. В начале протоколы можно публиковать с относительно значительным временным лагом для сведения к минимуму потенциальных деликатных аспектов. В будущем ЦБ РФ мог бы экспериментировать с сокращением лагов, в зависимости от опыта и пользы (ФРС, например, постепенно ускорила выпуск протокола заседаний своего ФКООР и в настоящее время предоставляет их до последующего заседания).

- **«Снижение шума».** Для эффективности распространяемой информации о денежно-кредитной политике важно, чтобы различные сообщения в этой сфере были взаимно согласованы, помогая ориентации общественности, а не путали ее. В этом контексте важно, чтобы другие государственные органы, такие как Министерство финансов и Министерство экономики уважали мандат ЦБ РФ в сфере денежно-кредитной политики. Это значит, что, как правило, соответствующие сообщения будут исключительной прерогативой ЦБ РФ и любая информация, распространяемая МФ и МЭ о курсе денежно-кредитной политики или состоянии ликвидности в банковской системе, должна тщательно координироваться с ЦБ РФ.

### III. УСЛОВИЯ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ И НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ<sup>1</sup>

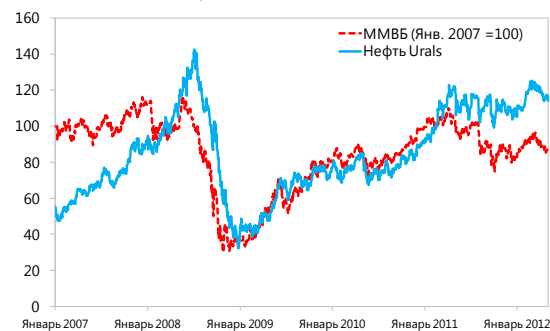
#### А. Последние изменения

##### Изменения на финансовом рынке

1. **Российские финансовые рынки были подвержены колебаниям наряду с глобальными финансовыми рынками и рынками биржевых товаров.** Российские акции, суверенные облигации и курс валюты следуют в целом за изменениями цен на нефть. Цены на активы снижаются с конца 2011 года в контексте возобновившейся напряженности в зоне евро и колебаний цен на нефть; однако они по-прежнему значительно выше минимальной отметки, зафиксированной в 2008/2009 году, когда цены на нефть понизились до уровня 40 долл. США.

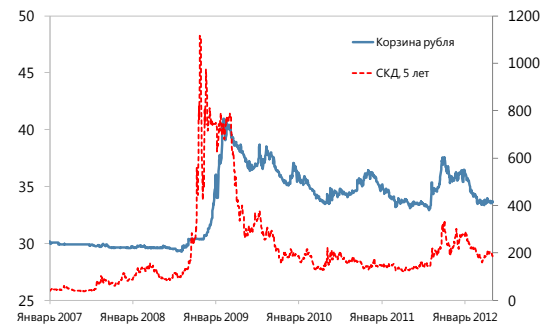
Рисунок III.1. Финансовые рынки

Россия. Цены на акции и нефть  
(ММВБ, янв. 2007 = 100, нефть в долл. США)



Источник: Bloomberg

Россия. Обменный курс и спреды СКД по суверенным обязательствам  
(Бивалютная корзина рубля (0,55 долл. США и 0,45 евро), СКД в базисных пунктах)



Источник: Bloomberg

##### Условия в сфере ликвидности

2. **Потрясения на глобальном рынке 2008/2009 года вызвали системную нехватку ликвидности в российских банках и корпорациях.** Системная нехватка ликвидности на глобальных рынках финансирования и падение цен на нефть сильно сказались на частном секторе России. Резкое снижение цен на нефть и сокращение глобальной торговли привели к уменьшению притока денежных средств в экономику. Хотя внешняя задолженность российских корпораций и банков, главным образом, выражена в средне- и долгосрочных еврооблигациях, резкий рост ставки Либор привел к появлению неожиданных потребностей в средствах для их погашения, так как такие облигации обычно выпускаются со встроенным опционом, позволяющим кредиторам требовать досрочного погашения, если базовая процентная ставка превышает

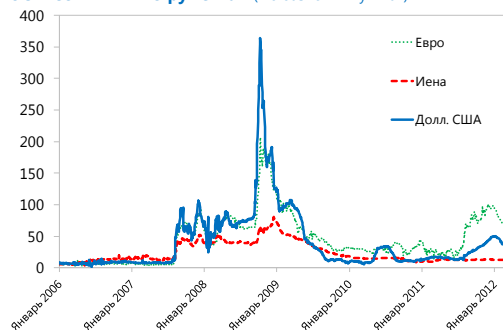
<sup>1</sup> Подготовила Широко Оура.



определенный пороговый уровень (рис. 2)<sup>2</sup>. Кроме того, в 2008 году банковские депозиты сократились приблизительно на 8½ процента, что привело к уменьшению отношения депозитов к ВВП; в случае некоторых банков сокращение депозитов населения составило около 20 процентов всего за 1–2 месяца (рис. 2). На российском межбанковском рынке также проявилась системная нехватка ликвидности при резком увеличении ставок, спредов спроса/предложения и волатильности процентных ставок (рис. 2).

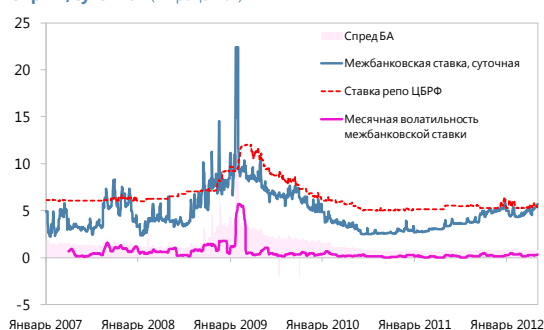
### Рисунок III.2. Ликвидность, официальное финансирование и внешние позиции банков

Давление на глобальных финансовых рынках, спред Либор-OIS по 3-месячным инструментам (в базисных пунктах)



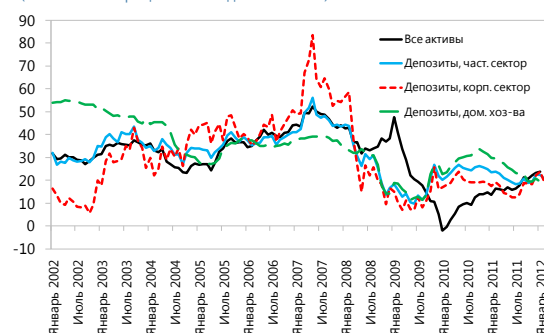
Источник: Bloomberg

Россия. Ликвидность Московской межбанковской валютной биржи, суточная (в процентах)



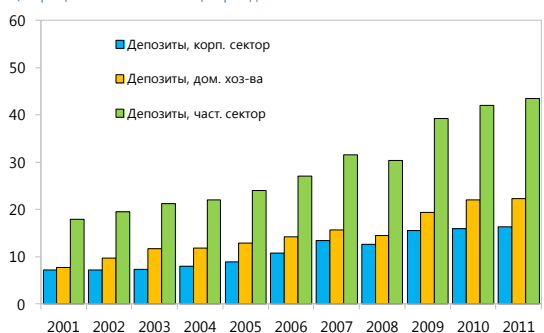
Источник: Bloomberg L.P.

Россия. Рост банковских активов и депозитов (изменение в процентах на годовой основе)



Источник: Haver Analytics

Россия. Депозиты частного сектора, непогашенные (в процентах ВВП на конец периода)



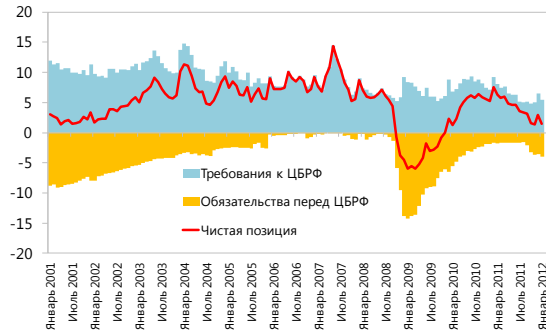
Источник: Haver Analytics

<sup>2</sup> Спред между ставками Либор и Еврибор по (необеспеченным) облигациям в долларах США и ставкой по обеспеченным облигациям (ставкой свопа на индекс овернайт, OIS) служит стандартным показателем напряженности на рынке межбанковского финансирования. Он возрастает, когда усиливается обеспокоенность контрагентским риском, даже по операциям с первоклассными глобальными финансовыми организациями.

## Рисунок III.2. Ликвидность, официальное финансирование и внешние позиции банков

Россия. Позиции банков по отношению к ЦБРФ

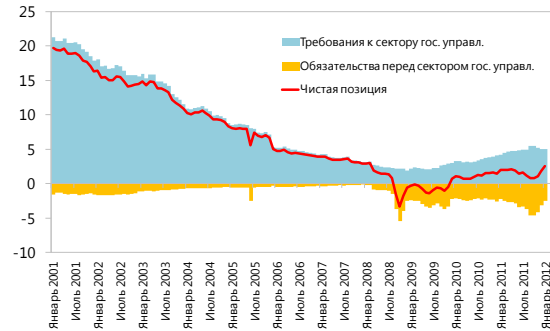
(в процентах от всех активов)



Источник: Haver Analytics

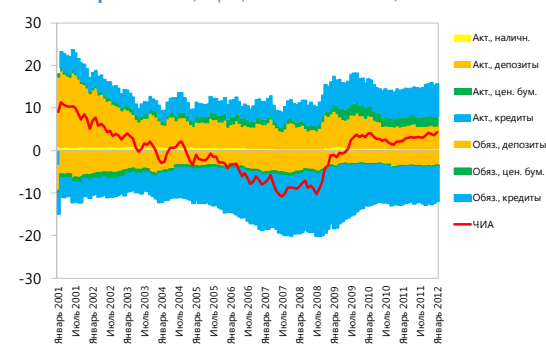
Россия. Позиции банков по отношению к сектору государственного управления

(в процентах от всех активов)



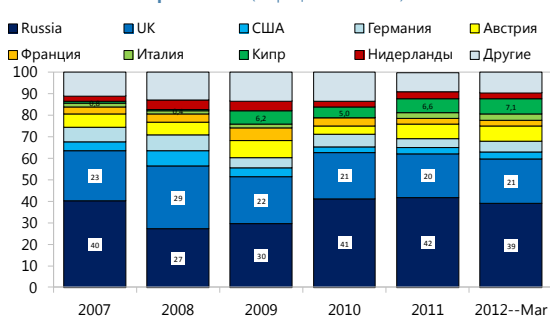
Источник: Haver Analytics

Россия. Баланс активов и обязательств кредитных организаций: внешние требования (в процентах от всех активов)



Источник: Haver Analytics

Российские банки. Географическое распределение межбанковских требований (в процентах ко всем)



Источник: ЦБРФ

3. **Чрезвычайное официальное вливание ликвидности и обязательство правительства при необходимости продолжать предоставлять чрезвычайную ликвидность успешно ограничили последствия системного шока ликвидности в 2008/2009 году.** ЦБРФ предоставил ликвидность в размере до 10 процентов ВВП (рис. 2), ослабив условия применения существующих денежно-кредитных инструментов, введя новые инструменты и оказав помощь в уменьшении контрагентского риска на межбанковском рынке<sup>3</sup>. Его первоначальные усилия по поддержке стоимости рубля путем проведения интервенций также ослабили потребности банков и корпораций в валютной ликвидности. Кроме того, правительство поддержало условия в сфере ликвидности, разместив свои депозиты в

<sup>3</sup> ЦБРФ расширил перечень активов, принимаемых в качестве залогового обеспечения по ломбардному списку, включив в него ценные бумаги с более низким рейтингом, ценные бумаги нерезидентов, акции, необращающиеся на рынке активы (кредиты) и гарантии. ЦБРФ также предоставлял необеспеченную ликвидность и частичные гарантии убытков по межбанковским операциям, если лицензия контрагента отзывалась во время кризиса. Более подробная информация приводится в Технической записке по кризисному управлению и системе готовности к кризисам к ФСАП 2011 года.

коммерческих банках (рис. 2). На перспективу ЦБРФ сделал чрезвычайную помощь ликвидностью постоянным элементом своей институциональной структуры.

4. **В отличие от 2008/2009 годов банки достаточно успешно пережили напряженность на глобальных рынках, начавшуюся в конце 2011 года.** До сих пор масштабы внешних потрясений были умеренными при меньшем снижении цен на нефть, чем в 2008/2009 году (рис. 2, спред Либор-OIS). В то же время банки также уменьшили риски ликвидности внешнего финансирования: сумма внешних займов оставалась пониженной со времени последнего кризиса, и в настоящее время банки являются чистыми внешними кредиторами (рис. 2). Банки также поддерживают чистую позицию по валютным активам, и их валютные активы в основном представлены ликвидными активами со сроком погашения менее 1 года, контрагенты по которым расположены в крупных финансовых центрах (рис. 2). Кроме того, продолжается прочный рост клиентских депозитов, благодаря чему выросло отношение депозитов к ВВП (рис. 2) и в целом сохраняется ликвидность на межбанковском рынке, а спреды спроса/предложения и волатильность процентных ставок остаются на низком уровне<sup>4,5</sup>.

5. **Официальная поддержка ликвидностью в конце 2011 года была в основном направлена на предоставление достаточной ликвидности корпоративному сектору через банковский сектор.** Условия доступа к ликвидности для сектора российских нефинансовых корпораций ужесточились в контексте более низких цен на нефть и закрытия внешних рынков финансов, что вынудило эти корпорации обратиться к внутреннему банковскому кредитованию. Поскольку отношение депозитов к кредитам банков ужесточилось в 2011 году на фоне сильного роста кредитования (см. следующий раздел), а избыточная ликвидность в системе уменьшилась, ЦБРФ и правительство предоставляли ликвидность банкам, что помогло обеспечить финансирование корпоративного сектора.

### **Рост кредитования и его финансирование**

6. **Рост кредитования и расширение балансов банков происходили высокими темпами в 2011 году.** В 2011 году номинальный кредит нефинансовому частному сектору вырос на 25 процентов (рис. 3) (20 процентов в реальном выражении), хотя

---

<sup>4</sup> Власти указали, что существует некоторое давление на межбанковском денежном рынке, не нашедшее отражения в данных Bloomberg. Однако это давление является небольшим в сравнении со стрессами в 2008/2009 году.

<sup>5</sup> Увеличение ставки межбанковского рынка до середины коридора директивных ставок ЦБРФ связано со структурными изменениями в основах денежно-кредитной политики ЦБРФ – отход от целевых показателей обменного курса, – а также влиянием бюджетных сальдо, а не системной нехваткой ликвидности на межбанковском рынке.

увеличение отношения кредита к ВВП (на 2 процентных пункта, до 47 процентов) вызывает меньшее беспокойство (рис. 3), и его темпы оставались ниже, чем до начала кризиса, когда они достигли максимума в приблизительно 40 процентов (в годовом исчислении)<sup>6</sup>. Совокупные активы банков также значительно выросли, на 23 процента в 2011 году, что указывает на то, что кредитование росло параллельно с общим расширением балансов, а не было связано с замещением активов при отказе от других видов инвестиций, например в ценные бумаги (таблица 1).

**7. Темпы роста были особенно высокими в сегменте домашних хозяйств, хотя он и начинался с низкого уровня.** Рост кредитования населения продолжал ускоряться, составив в первые месяцы 2012 года свыше 40 процентов в номинальном выражении (в годовом исчислении), хотя этот сегмент остается небольшим и составляет 11 процентов от ВВП (рис. 3). В рамках кредита населению около 20 процентов составляют ипотечные кредиты, и рост кредитования был одинаково сильным как по ипотечным, так и другим потребительским кредитам (таблица 1). Корпоративное кредитование росло более умеренными темпами, составив в 2011 году 24 процента в номинальном выражении, и значительная часть этого роста, как представляется, отражает замещение иностранного финансирования. Открытые позиции в сегментах коммерческой недвижимости (строительство) являются небольшими, на уровне порядка 6 процентов от всех кредитов (таблица 1), хотя некоторые участники рынка считают, что открытые позиции выше (15–20 процентов), если учитывать перекредитование<sup>7</sup>.

**8. Сильный рост кредитования в основном финансируется депозитами, хотя привлечение финансирования от центрального банка несколько растет.** Депозиты населения и корпораций составляют свыше 60 процентов балансов банков, в то время как на кредиты клиентам приходится 56 процентов балансов (таблица 1). Прочный рост депозитов со времени кризиса 2008/2009 года поддерживает банковское финансирование, однако отношение кредитов к депозитам начало повышаться в 2011 году, что несколько не в пользу сравнения России с другими сопоставимыми странами (рис. 3). Таким образом, российские банки становятся все более зависимыми от недепозитного финансирования, в особенности в предельных случаях финансирования от центрального банка (3,1 процента баланса в марте 2012 года) (таблица 1)<sup>8</sup>. Показатели ликвидности в России выигрывают сравнение с другими

<sup>6</sup> В 2011 году реальные темпы роста ВВП составили 4,4 процента, средняя инфляция ИПЦ – 8,4 процента, а темпы роста дефлятора ВВП – 15,4 процента.

<sup>7</sup> В данных о распределении кредитования по секторам возможны смещения, так как отсутствие строгого консолидированного надзора и мониторинга за кредитованием связанных сторон, возможно, не позволяет выявить характер конечных заемщиков.

<sup>8</sup> Главным источником оптового финансирования служат межбанковские операции (10 процентов баланса). Однако межбанковские обязательства в основном балансируются межбанковскими

странами с формирующимся рынком, но несоответствия сроков погашения активов и обязательств банков несколько повышается, что отражает возросшее использование финансирования от центрального банка (рис. 3).

### **Финансовая надежность банковского сектора**

**9. Российские банки восстановили свою высокую прибыльность и коэффициент НОК заметно снизился со времени кризиса 2008/2009 года (рис. 4, таблица 1).** Прибыль на активы (ПА) восстановилась, составив в 2011 году более 2 процентов. Хотя она по-прежнему ниже, чем до начала кризиса, она является самой высокой по группе сопоставимых<sup>9</sup> стран<sup>10,11</sup>. Коэффициент НОК снизился с более чем 10 процентов в 2009 году до менее 7 процентов в 2011 году. Однако это снижение связано с быстрым ростом кредитования, а сумма просроченных или необслуживаемых кредитов не была уменьшена. Коэффициент НОК в России также остается одним из самых высоких по группе сопоставимых стран. Кроме того, коэффициент НОК может быть занижен вследствие (i) завышенной оценки активов на балансах банков, на которые обращено взыскание; (ii) перевода проблемных активов аффилированным забалансовым субъектам, на которые не распространяется консолидированный надзор<sup>12</sup>; и (iii) сомнительного качества реструктурированных кредитов.

---

требованиями на стороне активов, и поэтому чистое заимствование из межбанковских источников составляет 1 процент от активов (таблица 2).

<sup>9</sup> В группу сопоставимых стран входят Бразилия, Китай, Индия, Турция, Южная Африка, Венгрия, Чешская Республика и Польша.

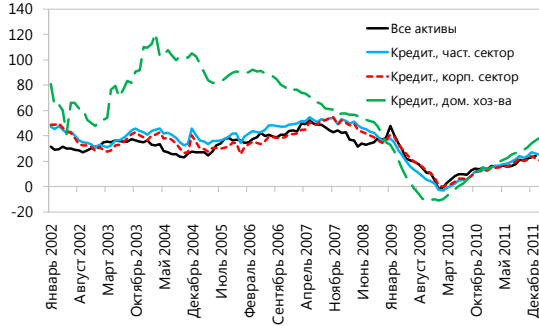
<sup>10</sup> Прибыль на акционерный капитал составляет 18 процентов, что находится приблизительно в середине диапазона наблюдений по сопоставимым с Россией странам (13–21 процент, исключая Венгрию, имеющую отрицательную прибыль), поскольку некоторые страны имеют больший акционерный капитал относительно активов и, следовательно, более высокие коэффициенты достаточности капитала.

<sup>11</sup> Высокая прибыльность служит основным способом укрепления капитала российских банков, так как они имеют сравнительно ограниченные возможности для мобилизации нового капитала на рынках из-за государственной формы собственности и ограниченного развития рынка капитала. При ПА на уровне 2,4 процента российские банки могут ежегодно повышать свои коэффициенты общего и основного капитала на 2,7 процентного пункта, если предположить, что выплаты дивидендов будут нулевыми. Российские банки обычно выплачивают небольшие дивиденды, и требования выплаты дивидендов невысоки ввиду государственной формы собственности или концентрированной собственности.

<sup>12</sup> Подробнее см. оценку стабильности финансовой системы в ФСАП 2011 года. В ФСАП было указано на серьезные недостатки в российской практике консолидированного надзора, что главным образом связано с тем, что определение консолидированных единиц не является достаточно полным.

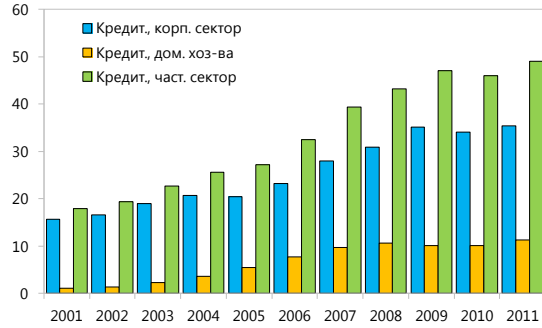
### Рисунок III.3. Рост кредитования и источники его финансирования

**Россия. Рост банковских активов и кредитования**  
(изменение в процентах на годовой основе)



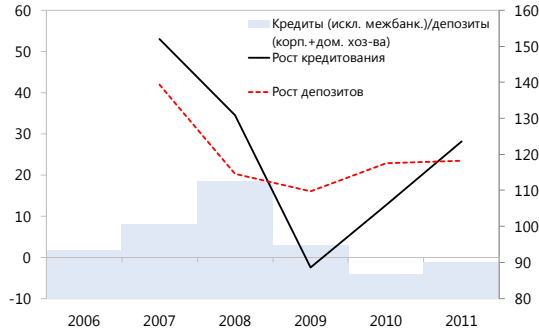
Источник: Haver Analytics

**Россия. Кредит частному сектору, непогашенный**  
(в процентах ВВП на конец периода)



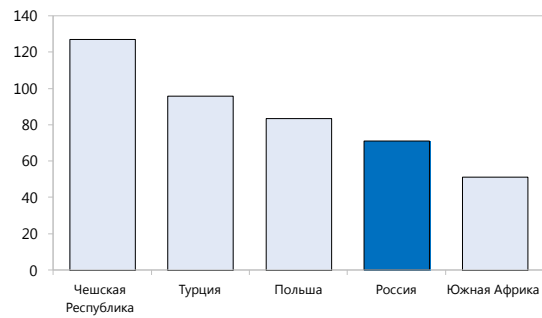
Источник: Haver Analytics

**Россия. Отношение кредитов к депозитам, банковские данные**  
(в процентах на конец года)



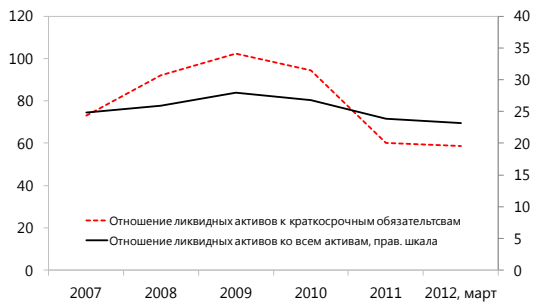
Источник: ЦБРФ

**Отдельные страны СФР. Отношение депозитов клиентов к межбанковским кредитам, 2011 год**  
(в процентах)



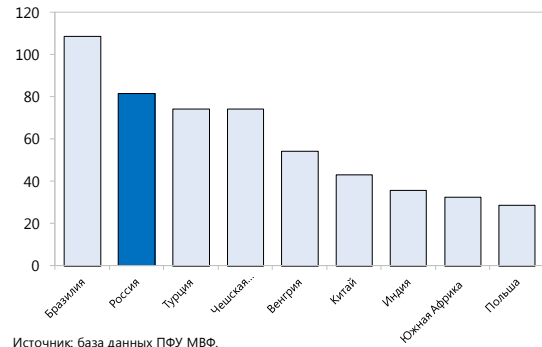
Источник: база данных ПФУ МВФ.

**Россия. Показатели ликвидности банков**  
(в процентах на конец года)



Источники: ЦБРФ

**Отдельные страны СФР. Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам, 2011 год**  
(в процентах)



Источник: база данных ПФУ МВФ.

10. **Согласно представленным данным, покрытие НОК резервами представляется разумным, хотя оно может оказаться недостаточным, если учесть слабость отчетности.** Общие резервы (включая созданные для покрытия обслуживаемых кредитов) превышают НОК, и отношение НОК к капиталу за вычетом созданных резервов составляет приблизительно 10 процентов (среднее значение для группы сопоставимых стран). Покрытие резервами каждой категории убыточных и проблемных кредитов также несколько улучшилось. Однако, как указывалось в ФСАП 2011 года, существует значительная неопределенность в отношении достаточности резервов вследствие того, что банкам во многом разрешено самостоятельно определять коэффициенты покрытия резервами, а также широко расходящихся оценок качества залогового обеспечения<sup>13</sup>.

11. **Быстрый рост кредитования сказывается на достаточности капитала.** Коэффициент нормативного капитала в системе уменьшился до 14,7 процента относительно его пикового уровня в 20 процентов в 2009 году, после того как было произведено вливание государственного капитала. Снижение коэффициента было большим в случае государственных и иностранных банков, приблизительно на 4 процентных пункта в год для каждой из этих категорий начиная с конца 2010 года (таблица 2). Запас капитал оставался постоянным (рис. 4), и снижение коэффициента вызвано быстрым увеличением кредитования и некоторым ужесточением весов риска. Значения коэффициента находятся приблизительно на средней точке для группы сопоставимых стран, но качество капитала является относительно низким в сравнении с сопоставимыми странами, и коэффициент основного капитала составляет 9,2 процента (таблица 1). Введение системы «Базель 2.5» и системы нормативов «Базель III» начиная с 2013 года, как ожидается, приведет к еще большему снижению достаточности капитала, так как веса рисков будут ужесточены, а определение капитала станет более строгим. Поскольку коэффициент минимального общего капитала будет по-прежнему устанавливаться на уровне 10 процентов<sup>14</sup>, изменения в действительности приведут к увеличению требований к минимальному коэффициенту капитала.

---

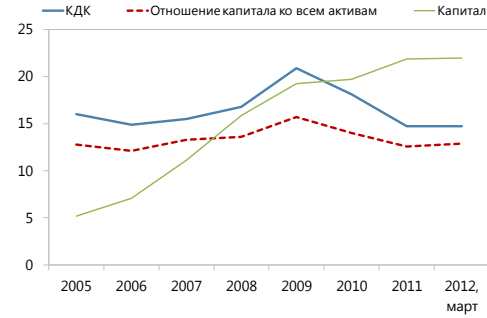
<sup>13</sup> ЦБРФ требует от банков представления отчетности как на основе отечественного ОПБУ, так и МСФО, хотя нормативные коэффициенты рассчитываются на основе ОПБУ.

<sup>14</sup> В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах требования к минимальному капиталу часто устанавливаются на более высоком уровне, чем Базельские требования (8 процентов), что частично делается для того, чтобы компенсировать более высокую экономическую и финансовую волатильность (коэффициенты НОК в этих странах обычно подвержены значительно большим скачкам, чем в странах с развитой экономикой), а также слабость систем регулирования и надзора.

### Рисунок III.4. Показатели финансовой устойчивости банков

#### Россия. Достаточность капитала банков

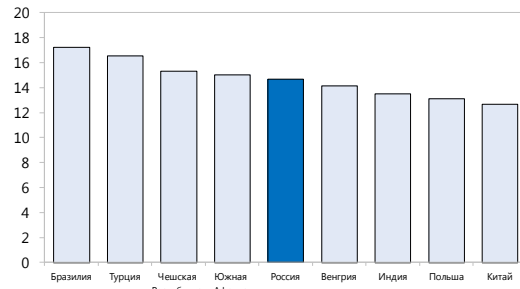
(в процентах, в млрд руб.)



Источник: ЦБРФ.

#### Отдельные страны СФР. Коэффициент достаточности капитала, 2011 год

(в процентах)



Источник: база данных ПФУ МВФ.

#### Россия. Качество кредитов

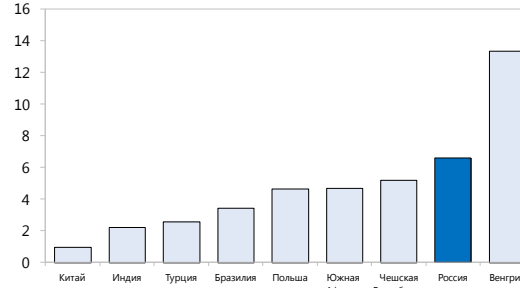
(в процентах (левая шкала) и трлн руб. (правая шкала))



Источник: Naver Analytics

#### Отдельные страны СФР. Коэффициент НОК, 2011 год

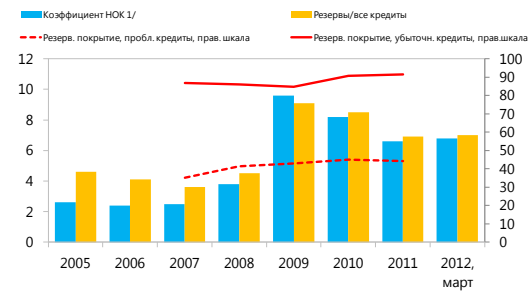
(в процентах)



Источник: база данных ПФУ МВФ.

#### Россия. Качество кредита и резервное покрытие

(в процентах)

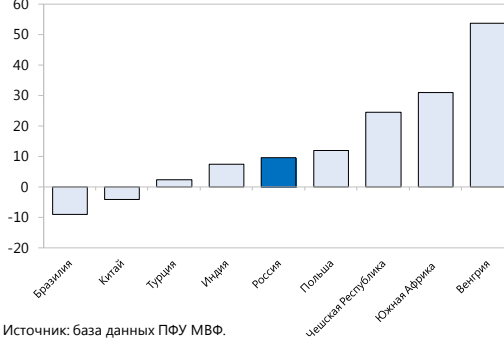


Источник: ЦБРФ

1/ Коэффициент НОК определяется как доля проблемных и убыточных кредитов во всех кредитах.

#### Отдельные страны СФР. НОК за вычетом отчислений в капитал, 2011 год

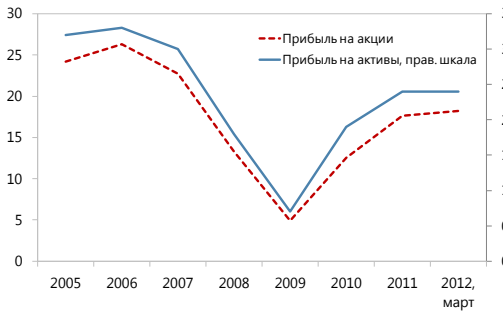
(в процентах)



Источник: база данных ПФУ МВФ.

#### Россия. Прибыльность

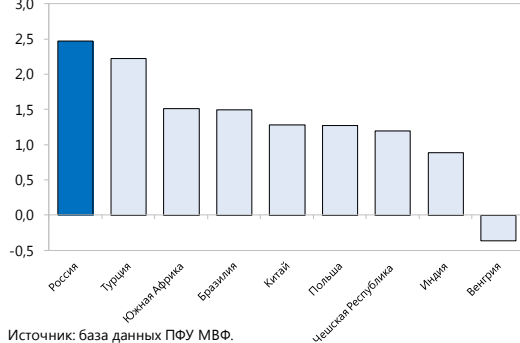
(в процентах)



Источник: ЦБРФ

#### Отдельные страны СФР. Прибыль на активы, 2011

(в процентах)



Источник: база данных ПФУ МВФ.



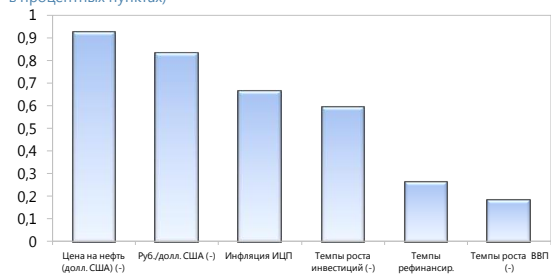
## В. Экономические риски и устойчивость на перспективу

### Цены на нефть: основной риск

12. **Неустойчивые внешнеэкономические условия, в особенности колебания цен на нефть, остаются основным источником рисков для российских банков.** Экономика России и цены на активы во многом зависят от цен на нефть. Снижение цен на нефть (до 50–70 долл. США) с соответствующим резким уменьшением темпов роста ВВП было принято в качестве главного сценария для стресс-теста, проведенного в рамках ФСАП 2011 года. Кредитные риски являются основными факторами риска для российских банков, а цены на нефть и обменный курс (который тесно коррелирован с ценами на нефть (вставка 1)) служат определяющими факторами качества кредитов (рис. 5). Как показали результаты тестов, система в целом является устойчивой, и общий коэффициент капитала снижается с 18,1 до 14,1 процента. Однако, учитывая пониженный уровень текущего коэффициента капитала, составляющего 14,7 процента (таблица 1), шоки такой же силы могут привести к тому, что большая часть банков окажется недостаточно капитализированной.

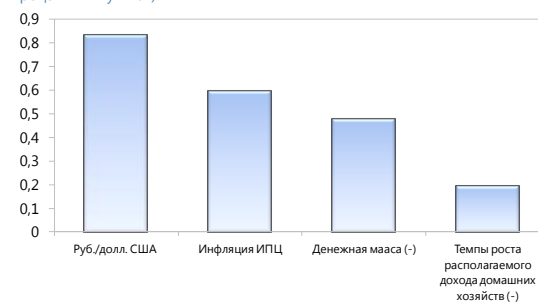
**Рисунок III.5: Эластичность коэффициента НОК по факторам макро риска**

**Эластичность коэффициента НОК для корпоративного сектора**  
(Воздействие шока в одно стандартное отклонение каждой макро переменной в процентных пунктах)



Источник: ЦБРФ, Техническая записка по проведению стресс-тестов для ФСАП 2011 года по Российской Федерации  
(-) обозначает воздействие шока в - одно стандартное отклонение.

**Эластичность коэффициента НОК для домашних хозяйств**  
(Воздействие шока в одно стандартное отклонение на каждую переменную в процентных пунктах)

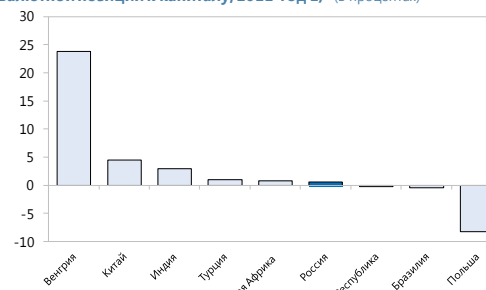


Источник: ЦБРФ, Техническая записка по проведению стресс-тестов для ФСАП 2011 года по Российской Федерации  
(-) обозначает воздействие шока в - одно стандартное отклонение.

### Обменный курс: управляемый риск

13. **Колебания курса валюты России заметно возросли со времени глобального финансового кризиса.** Волатильность курса руб./долл. тесно коррелирована с основными экономическими показателями России, так как цены на нефть выражены в долларах США (вставка 1). Это означает, что до тех пор, пока рынок нефти остается неустойчивым, будут сохраняться сильные колебания курса рубля. Кроме того, изменение основ политики ЦБРФ

**Отдельные страны СФР. Отношение чистой открытой валютной позиции к капиталу, 2011 год 1/ (в процентах)**



Источник: база данных ПОУ МВФ.  
1/ (Валютные активы - валютные обязательства)/Капитал.

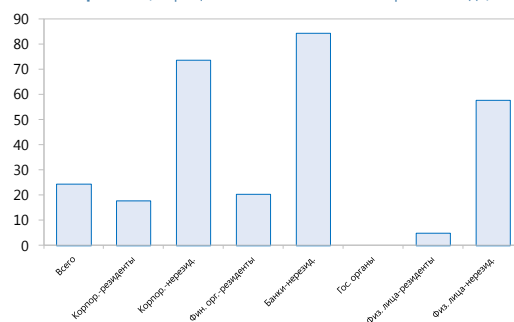
с отходом от целевого показателя обменного курса может привести к большей волатильности, что обеспечит экономику важным инструментом для преодоления макроэкономических и внешних шоков.

14. Однако российские банки представляются достаточно подготовленными к прямым последствиям высокой волатильности обменного курса. Отношение чистой открытой позиции к капиталу банков России крайне мало, на уровне 0,6 процента капитала; более того, банки в настоящее время являются чистыми валютными кредиторами (рис. 2). Это означает, что снижение курса рубля в целом выгодно банкам.

15. Косвенное воздействие через качество кредитов не представляется более высоким, чем в случае рублевых кредитов. Изменения обменного курса могут иметь для банков косвенные последствия: коэффициент НОК может вырасти, если заемщики получают валютные кредиты без соответствующих валютных доходов.

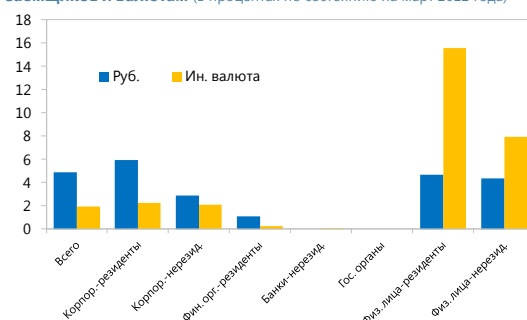
- Около четверти всех кредитов выражены в иностранной валюте. Большинство этих кредитов выданы заемщикам-нерезидентам, включая корпорации, банки и физических лиц. Корпорации и финансовые организации-резиденты заимствуют около 20 процентов кредитов в иностранной валюте, но многие российские корпорации имеют соответствующие доходы в иностранной валюте. Физические лица-резиденты наименее вероятно имеют соответствующие доходы в иностранной валюте, но только 5 процентов полученных ими кредитов выражены в иностранной валюте. Все кредиты российским государственным органам и ведомствам выражены в рублях (рисунок в тексте: доля валютных кредитов по типам заемщиков).

Россия. Доля валютных кредитов по типам заемщиков (в процентах по состоянию на март 2012 года)



Источник: ЦБРФ.

Россия. Коэффициент просроченных кредитов по типам заемщиков и валютам (в процентах по состоянию на март 2012 года)



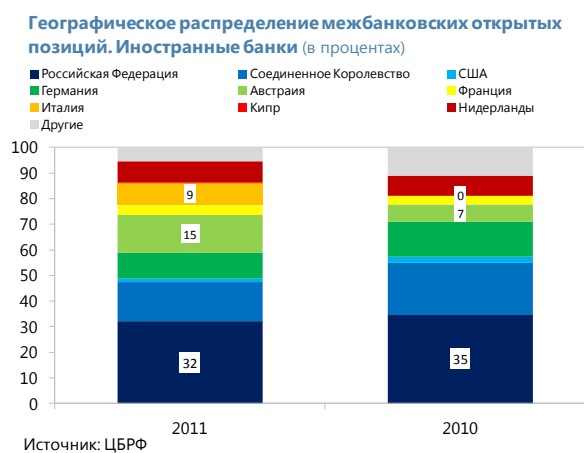
Источник: ЦБРФ.

- Коэффициенты просроченных кредитов в разрезе валют указывают на относительно более высокое качество кредитов в иностранных валютах, несмотря на возросшую волатильность обменного курса в последнее время. Коэффициент просроченных кредитов ниже в случае валютных кредитов по всем типам заемщиков, за исключением физических лиц. Однако валютные кредиты физическим лицам (резидентам и нерезидентам) составляют только один процент от всех кредитов.

## Потенциальный эффект цепной реакции по открытым позициям с Европой: поддается управлению

16. Хотя инвестиции российских банков за границей растут, большая часть их открытых позиций связана с операциями с единицами, которые, в конечном итоге, являются российскими, что ограничивает риски прямых вторичных эффектов. Инвестиции за границей и в нерезидентные единицы составляют 14 процентов от всех активов. Из них приблизительно 40 процентов представлены межбанковскими открытыми позициями, 30 процентов — кредитами нерезидентным корпорациям, 14 процентов — наличными средствами и 13 процентов — ценными бумагами.

- Межбанковские открытые позиции.** Распределение по странам межбанковских кредитов в разбивке по группам банков (таблица 2) показывает, что: (1) большинство открытых позиций сконцентрировано в государственных, иностранных и крупных частных банках и в крупных финансовых центрах (в частности, в Соединенном Королевстве); (2) помимо открытых позиций с банками в Лондонском финансовом центре, открытые позиции государственных банков, как представляется, сконцентрированы на Кипре, где один из крупных банков имеет свой филиал; (3) открытые позиции по операциям с иностранными банками, как представляется, охватывают также позиции по операциям с компаниями своей группы (в частности, в Австрии и Италии)<sup>15</sup>. Практически нет сведений о том, чтобы иностранные банки в России отправляли большой объем ликвидности за границу: доля межбанковских открытых позиций иностранных банков в России в целом остается неизменной, хотя эти банки в настоящее время имеют более крупные открытые позиции в Италии и Австрии, но сократили свои открытые позиции в Соединенном Королевстве, Германии и других странах.



- Открытые позиции в ценных бумагах.** По оценкам ЦБРФ, около 60 процентов открытых позиций созданы по операциям с единицами, которые, в конечном итоге, являются российскими. Эти открытые позиции выражены в

<sup>15</sup> В России работает свыше 100 иностранных банков, которым в совокупности принадлежит 17 процентов активов в системе (таблица 2). Однако каждый банк имеет очень малую долю активов. Крупнейшими иностранными банками являются Unicredit (2 процента по активам), Reiffeisenbank (1,8 процента по активам) и Citibank (0,7 процента по активам).

ценных бумагах, выпущенных корпорациями, зарегистрированными в Люксембурге, Ирландии и на Кипре, где многие российские банки и корпорации создают компании специального назначения для выпуска еврооблигаций.

### **Ужесточение денежно-кредитной политики в России: поддается управлению**

17. **Риски, связанные с увеличением процентных ставок, как представляется, поддаются управлению.** Наиболее широкий стресс-тест по 17 ведущим банкам (65 процентов системы по активам), проведенный в апреле 2012 года, показал, что потенциальные убытки вследствие повышения процентных ставок являются крайне небольшими в сравнении с капиталом. Кроме того, ЦБРФ и участники рынка считают, что механизм воздействия директивных ставок на другие процентные ставки является крайне слабым, что ограничит последствия более высокой стоимости финансовых ресурсов центрального банка (которые относительно невелики, на уровне 3 процентов обязательств, таблица 1).

### Вставка III.1. Что влияет на волатильность курса рубля?

**Волатильность курса рубля изменилась, что, очевидно, было связано с сильным рыночным давлением во время кризиса 2008–2009 годов и переменами в курсовой политике ЦБРФ<sup>1</sup>.**

- Волатильность курса рубль/евро была достаточно высокой в начале 2000-х годов, но затем к середине 2000-х годов она заметно снизилась, оставаясь с 2004 года и до начала кризиса на значительно более низком уровне.
- В то же время волатильность курса рубль/долл. США в начале 2000-х годов, когда применялась система таргетирования обменного курса, сохранялась на очень низком уровне, но затем несколько возросла в середине 2000-х годов.

- Во время кризиса 2008–2009 годов ЦБРФ вначале повысил обменный курс и проводил широкие интервенции на валютном рынке в защиту обменного курса. Однако, по мере углубления кризиса, обменный курс был отпущен, директивная ставка была понижена, и ЦБРФ накачивал ликвидность в банковскую систему. В результате этого волатильность резко повысилась, в 3-5 раз относительно среднего уровня до начала кризиса (разница является статистически высоко значимой). Однако разница между послекризисным и докризисным периодом является значимой только в случае волатильности курса рубль/долл. США.

**Помимо изменений в основах политики, волатильности обменного курса, в частности курса рубль/долл. США, способствуют такие экономические детерминанты, как изменения цены на нефть.**

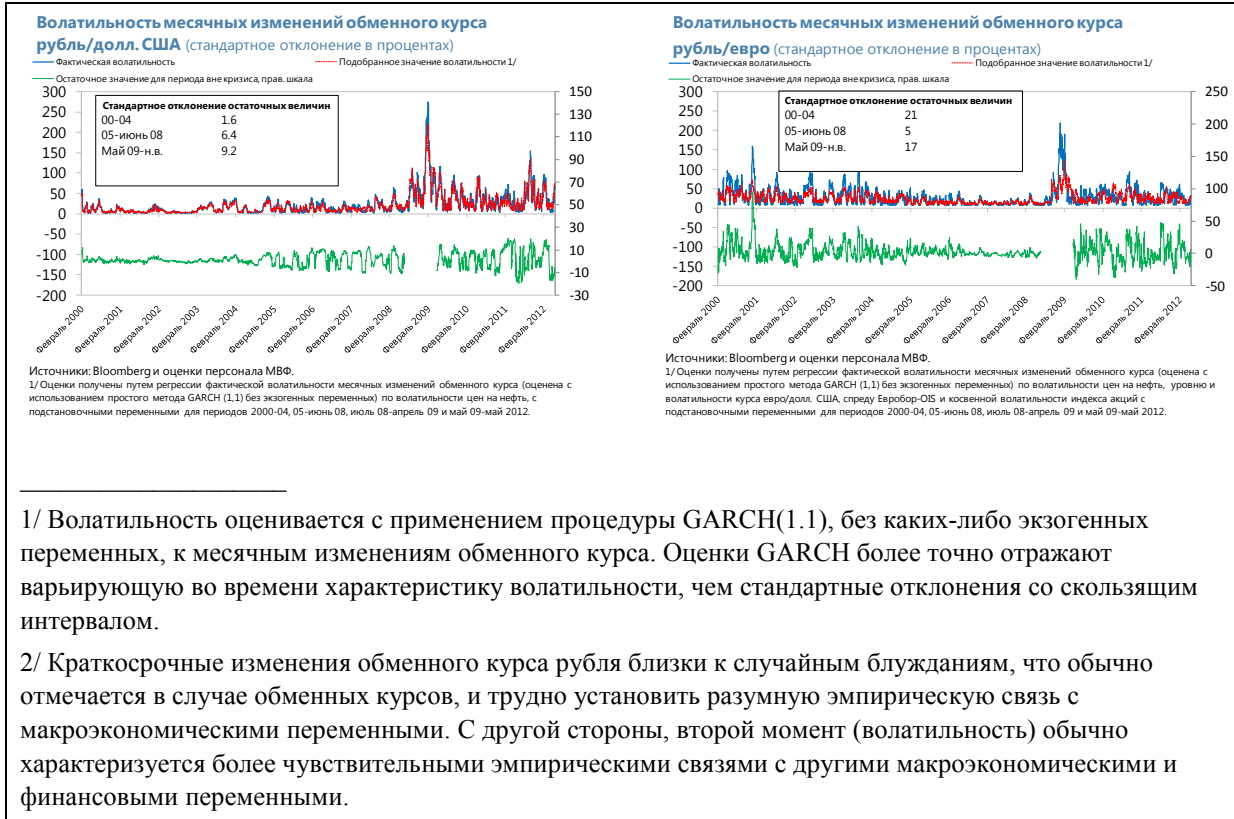
- Волатильность курса рубль/долл. США тесно связана с волатильностью цены на нефть. Простая эмпирическая модель показывает, что волатильность цены на нефть во многом влияет на волатильность курса рубль/долл. США. Волатильность цены на нефть преобладает над влиянием других переменных, служащих подстановочными показателями для глобальной склонности к риску и напряженности на финансовом рынке (таких как волатильность биржевых индексов и спреда Евробор- OIS)<sup>2</sup>.
- В целом модель (с подставной переменной для периода кризиса) объясняет свыше 80 процентов изменения волатильности курса рубль/долл. США. В значительной степени усиление волатильности обменного курса действительно согласуется с более высокой волатильностью экономических детерминантов (волатильностью цены на нефть).
- С другой стороны, волатильность цены на нефть играет лишь незначительную роль в объяснении волатильности курса рубль/евро. Действительно, волатильность курса евро/долл. США во все периоды в наибольшей степени способствует изменениям курса рубль/евро, объясняя 30 процентов общего изменения. Это показывает, что в России изменения курса рубль/долл. США в основном отражают экономические детерминанты, а изменения курса рубль/евро связаны с остаточной волатильностью пары евро/долл. США.

В случае обеих пар, рубль/долл. США и рубль/евро, необъясненное остаточное значение, как представляется, становится более волатильным, что может указывать на то, что со времени глобального финансового кризиса обменные курсы все сильнее зависят от иных факторов, помимо экономических детерминантов или тенденций на глобальном валютном рынке. Этому, возможно, соответствует объяснение, согласно которому ЦБРФ с начала кризиса, в числе прочего, стал более терпимо относиться к колебаниям обменного курса.

**Волатильность месячных изменений обменного курса рубля в годовом исчислении (стандартное отклонение в процентах 1/)**



Источники: Bloomberg и расчеты персонала МВФ.  
 1/ Волатильность оценивается с применением GARCH(1,1) без экзогенных переменных.  
 2/ Период кризиса: июль 2008 года - апрель 2009 года.



## Российская Федерация. Показатели финансовой устойчивости банковского сектора, 2007–2012 годы

	2007	2008	2009	2010	2011	2012, март
<b>Достаточность капитала</b>						
Отношение капитала к взвешенным по риску активам	15,5	16,8	20,9	18,1	14,7	14,7
Отношение базового капитала к взвешенным по риску активам	11,6	10,6	13,2	11,1	9,3	9,2
Отношение капитала ко всем активам	13,3	13,6	15,7	14,0	12,6	12,9
Отношение взвешенных по риску активов ко всем активам	85,6	81,0	75,2	77,4	85,9	87,7
<b>Кредитный риск</b>						
Отношение НОК ко всем кредитам	2,5	3,8	9,6	8,2	6,6	6,8
Отношение резервов на возможные потери по кредитам ко всем кредитам	3,6	4,5	9,1	8,5	6,9	7,0
Отношение крупных кредитных рисков к капиталу	211,9	191,7	147,1	184,6	228,4	222,6
<b>Распределение кредитов, предоставленных кредитными организациями</b>						
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	3,8	4,2	4,9	5,1	4,8	4,8
Горнодобывающая промышленность	3,1	3,3	3,9	3,6	2,9	2,9
Обрабатывающая промышленность	13,5	14,4	15,7	16,0	15,2	15,2
Энергия, газ и водные ресурсы	1,7	1,9	2,4	2,6	2,9	3
Строительство	6,0	6,1	6,2	5,9	5,6	5,6
Оптовая и розничная торговля	18,0	17,4	18,4	17,1	15,6	15,8
Транспорт и связь	3,7	4,3	3,4	3,8	5,4	5,1
Другая экономическая деятельность	23,3	23,3	21,9	23,7	22,3	21,6
Физические лица <sup>2</sup>	24,8	25,1	23,0	23,7	25,3	26,1
в т.ч. ипотечные кредиты	5,1	6,6	6,5	6,6	6,7	6,9
<b>Географическое распределение межбанковских кредитов и депозитов</b>						
Российская Федерация	40,0	27,1	29,5	41,1	41,6	38,8
Соединенное Королевство	23,3	29,1	21,7	21,4	20,2	20,8
США	4,1	7,1	4,1	2,5	3,0	3,2
Германия	6,8	7,5	4,7	6,0	4,2	5,1
Австрия	6,1	5,7	8,2	3,7	6,6	7
Франция	3,5	4,0	5,7	4,0	2,7	2,5
Италия	1,7	1,5	1,8	0,1	2,7	3,1
Кипр	0,8	0,4	6,2	5,0	6,6	7,1
Нидерланды	2,6	4,6	4,6	2,6	3,2	2,7
Другие	11,0	13,1	13,4	13,6	9,0	9,7
<b>Ликвидность</b>						
Отношение высоко ликвидных активов ко всем активам		14,5	13,3	13,5	11,8	12
Отношение ликвидных активов ко всем активам	24,8	25,9	28,0	26,8	23,9	23,2
Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам	72,9	92,1	102,4	94,3	60,1	58,7
Отношение средств клиентов ко всем кредитам	94,8	84,6	99,9	109,5	105,3	102,2
<b>Прибыль на активы</b>	3,0	1,8	0,7	1,9	2,4	2,4
<b>Прибыль на акционерный капитал</b>	22,7	13,3	4,9	12,5	17,6	18,2
<b>Структура баланса</b>						
Все активы, изменение в процентах на годовой основе	44,1	39,2	5,0	14,9	23,1	...
Все кредиты клиентам, изменение в процентах на годовой основе	53,0	34,5	-2,5	12,6	28,2	...
<i>Сторона активов, в процентах от всех активов</i>						
Все кредиты клиентам	61,1	59,0	54,8	53,7	55,9	56,5
Счета в ЦБРФ и других центральных банках	6,4	7,4	6,0	5,4	4,2	3,2
Межбанковское кредитование	7,0	8,9	9,3	8,6	9,5	9,1
Авуары в ценных бумагах	11,2	8,4	14,6	17,2	14,9	15,3
<i>Сторона обязательств, в процентах от всех активов</i>						
Средства от ЦБРФ	0,2	12,0	4,8	1,0	2,9	3,1
Межбанковские обязательства	13,9	13,0	10,6	11,1	11,0	10,1
Средства, полученные от организаций	35,0	31,3	32,5	32,9	33,6	32,2
Депозиты физических лиц	25,6	21,1	25,4	29,0	28,5	28,9
Облигации, ПН и банковский акцепт	5,5	4,0	3,9	3,9	3,7	4,3

Источник: Центральный банк России.

<sup>1</sup> Расчитано на основе данных в пунктах 1, 2, 3 формы 0409115.

<sup>2</sup> Начиная с 1 января 2009 года (а также за период с 1 апреля 2005 года по 1 апреля 2006 года) кредиты индивидуальным предпринимателям приводятся в разбивке по секторам экономики.

## Российская Федерация. Показатели финансовой устойчивости банковского сектора, по подгруппам банков, конец 2011 года

	Все банки	Гос. банки	Иностран. банки	Крупные частные банки	Малые/средние банки, Москва	Малые/средние банки, регионы
<b>Структура рынка</b>						
Количество банков	978	26	108	132	301	355
Доля сектора по активам	100	50,2	16,9	27,5	2,5	2,5
<b>Показатели финансовой устойчивости (в процентах)</b>						
<b>Достаточность капитала</b>						
Отношение капитала к взвешенным по риску активам	14,7	14,6	15,6	13,2	22,0	19,5
Отношение капитала первого уровня к взвешенным по риску активам	9,3	8,3	11,6	8,4	18,0	15,2
Отношение капитала ко всем активам	12,6	12,7	13,1	11,4	17,2	15,3
<b>Кредитный риск</b>						
Отношение НОК ко всем кредитам	6,6	6,7	7,0	6,1	5,7	7,1
Отношение резервов на возможные потери по кредитам ко всем кредитам	6,9	6,9	6,5	7,0	8,2	8,0
Отношение крупных кредитных рисков к капиталу 1/	228,4	186,0	180,8	346,0	266,9	220,6
Доля кредитов 5 крупнейшим заемщикам/все кредиты	9,0	7,3	9,1	10,8	21,2	17,6
Доля кредитов 10 крупнейшим заемщикам/все кредиты	13,6	10,8	13,4	16,9	32,9	26,7
Доля кредитов 20 крупнейшим заемщикам/все кредиты	18,9	14,7	18,3	24,4	44,5	35,4
<b>Распределение кредитов, предоставленных кредитными организациями</b>						
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	4,8	7,4	1,3	2,1	1,2	3,7
Горнодобывающая промышленность	2,9	2,7	3,4	3,3	0,7	0,6
Обрабатывающая промышленность	15,2	16,5	16,5	12,9	6,3	9,5
Производство и распределение энергии, газа и водных ресурсов	2,9	3,2	1,2	3,5	0,5	0,9
Строительство	5,6	5,0	3,7	7,4	8,8	8,1
Оптовая и розничная торговля	15,6	13,4	16,0	17,4	36,2	25,5
Транспорт и связь	5,4	7,2	3,3	3,5	1,9	2,9
Другая экономическая деятельность	22,3	21,5	19,3	26,2	23,1	17,7
Физические лица	25,3	23,1	35,2	23,6	21,3	31,0
<b>Географическое распределение межбанковских кредитов и депозитов (сторона активов)</b>						
Российская Федерация	41,6	43,3	32,1	43,8	89,0	98,6
Соединенное Королевство	20,2	28,6	15,4	8,8	0,1	0,0
США	3,0	2,7	1,4	7,1	1,0	0,0
Германия	4,2	0,8	10,0	4,1	1,5	0,2
Австрия	6,6	0,8	14,8	9,9	3,7	0,4
Франция	2,7	3,0	3,7	0,7	0,1	0,0
Италия	2,7	0,2	8,7	0,0	0,0	0,0
Кипр	6,6	12,6	0,2	2,1	0,0	0,5
Нидерланды	3,2	0,0	8,4	4,0	0,0	0,0
Другие	9,0	8,0	5,3	19,4	4,6	0,4
<b>Ликвидность</b>						
Отношение высоко ликвидных активов ко всем активам	11,8	8,3	14,1	15,1	21,8	20,3
Отношение ликвидных активов ко всем активам	23,9	18,0	29,7	29,3	36,9	34,5
Отношение межбанковских кредитных активов ко всем активам, искл. ЦБРФ в т.ч.	9,5	9,3	16,8	6,2	5,5	6,1
по операциям с нерезидентами	5,6	5,3	11,4	3,5	0,6	0,1
Отношение депозитов физических лиц ко всем активам	28,5	33,0	19,3	25,6	26,8	40,6
Отношение средств организаций ко всем активам	30,7	25,6	32,0	38,3	38,5	33,0
Отношение межбанковских кредитных обязательств ко всем активам в т.ч.	11,0	10,0	19,3	9,2	4,2	2,4
по операциям с нерезидентами	5,9	4,3	13,5	5,1	0,5	0,1
Отношение высоко ликвидных активов к обязательствам до востребования	60,1	51,4	80,2	60,8	63,0	64,9
Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам	81,6	72,0	92,1	85,8	92,1	95,7
Отношение средств клиентов ко всем кредитам	105,3	100,3	95,8	114,6	134,7	141,9
<b>Прибыль на активы</b>	2,4	2,8	2,4	1,7	1,5	1,7
<b>Прибыль на акционерный капитал</b>	17,6	20,6	17,4	14,2	8,0	10,4

Источники: Центральный банк России и расчеты персонала МВФ.

1/ Крупными заемщиками являются заемщики, имеющие кредиты на сумму, превышающую 5 процентов нормативного капитала.



#### IV. БЮДЖЕТНЫЕ ПРАВИЛА И ОСНОВА БЮДЖЕТНОГО ПЛАНИРОВАНИЯ В РОССИИ<sup>53</sup>

1. Как обсуждалось в документе [Укрепление налогово-бюджетных основ в России](#), в стране уже созданы многие элементы основы бюджетного планирования, которое поможет России выполнять задачи, стоящие перед ней в будущем. Однако, к сожалению, отчасти из-за начавшегося кризиса, но еще и до кризиса не было обеспечено последовательное внедрение данной основы.

2. В случае стран-производителей нефти, таких как Россия, основными задачами являются «отрыв» экономики от волатильных цен на нефть, обеспечение равного распределения нефтяного богатства между поколениями (т.е. справедливого распределения ресурсов между поколениями) и содействие сбалансированному росту и диверсификации экономики. Как показывает передовая практика, для этого требуется:

- сберегать часть нефтяных доходов в периоды бума цен на нефть (и, напротив, использовать сбережения для защиты государственных услуг в периоды (временного) спада);
- принимать решения о расходах, исходя из долгосрочной перспективы (т.е. заслуживающей доверия среднесрочной основы бюджетного планирования);
- обращать основное внимание на нефтяные показатели, а не на общее сальдо, при оценке истинного состояния государственных финансов.

3. Персонал одобрил указанный в бюджетном кодексе долгосрочный целевой показатель нефтяного дефицита в 4,7 процента ВВП в качестве надлежащего «якоря» налогово-бюджетной политики в России и считает, что метод многолетнего подхода к составлению бюджета соответствует передовой практике. Кроме того, существует два нефтяных фонда — фонд «на черный день» (Резервный фонд), используемый для сглаживания последствий крупных колебаний цен на нефть, и Фонд национального благосостояния, используемый для сбережения части нефтяного богатства для будущих поколений.

4. Однако в последнее время в России наметился отход от этих положительных элементов. Налогово-бюджетная политика чрезмерно сконцентрирована на общем сальдо, а не на нефтяном сальдо, что ведет к процикличности политики (за исключением 2009 года). Когда начался кризис, средства Резервного фонда в соответствии с их предназначением были использованы для финансирования дефицита бюджета 2009 и 2010 годов. Однако в результате этого Россия в настоящее

---

<sup>53</sup> Подготовила Шарлин Гаст.

время располагает значительно меньшим «буферным запасом» для смягчения любого неожиданного падения цен на нефть, что является вполне вероятным сценарием в текущих неопределенных глобальных условиях, и может быть вынуждена прибегнуть к рыночному финансированию под неблагоприятные процентные ставки (или сокращению расходов). Наконец, во время кризиса было приостановлено использование среднесрочного «якоря» налогово-бюджетной политики, и Министерство финансов внесло предложение в правительстве о принятии, начиная с бюджета 2013 года правила, основанного на цене на нефть. Предложенное правило предусматривает верхний лимит расходов (все доходы при «базовой» цене на нефть, плюс все нефтяные доходы, лимит на чистое заимствование в 1 процент ВВП) и сбережение в Резервном фонде нефтяных доходов сверх «базовой» цены на нефть, пока средства Резервного фонда не достигнут 7 процентов ВВП, после чего не менее половины всех нефтяных доходов сверх данного порога подлежат перечислению в Фонд национального благосостояния, в то время как остальные ресурсы направляются в бюджет для финансирования инфраструктурных и других приоритетных проектов. Если цены на нефть падают ниже «базовой» цены, Резервный фонд используется для финансирования возникшего дефицита бюджета. Начиная с 2013 года в качестве «базовой» для данного правила будет применяться средняя цена на нефть за последние пять лет, и к 2018 году она будет постепенно расширена до средней цены за 10 лет.

5. Существует несколько общих подходов к долгосрочному управлению нефтяным богатством. Предпочтительность какого-либо одного подхода зависит от конкретных обстоятельств страны, а также от роли институтов страны. В случае России надвигающиеся демографические проблемы указывают на значительные бюджетные риски — связанные с потенциально крупными будущими пенсионными расходами и расходами на здравоохранение ввиду ожидаемого старения населения и увеличения продолжительности жизни, — и поэтому необходимо сберечь часть текущего нефтяного богатства, с тем чтобы им могли также воспользоваться будущие поколения, в частности после истощения нефтяных запасов<sup>54</sup>. Требования исполнения условных обязательств, как прямых, так и косвенных, могут также привести к крупным бюджетным издержкам (вставка 1). Передовая практика предусматривает периодическую переоценку целевого показателя, вытекающего из любого правила, на основе стресс-тестов по цене на нефть и изменений на рынках нефти, фьючерсных цен на нефть и вероятных оценок резервов. В краткосрочной перспективе может быть необходимо отклонение налогово-бюджетной политики от «долгосрочного якоря» для

---

<sup>54</sup> Оценки персонала показывают, что коэффициент иждивенцев по старости (отношение населения в возрасте 65 лет и старше к населению трудоспособного возраста) должен почти удвоиться, с 18 до 36 процентов, за период с 2010 по 2050 годы, что приблизительно соответствует темпам его увеличения в странах с развитой экономикой.

стабилизации ситуации, что означает, что может быть желателен более высокий (низкий) общий бюджетный дефицит в отличие от полученного на основе целевого показателя нефтегазового сальдо в период циклического спада (подъема). Однако данную политику может быть трудно изменить на практике (т.е. возникает проблема «смещения в сторону дефицита», когда антициклические меры, принимаемые на фазе спада, не удается изменить на фазе подъема), и во избежание этого правительство должно иметь четкий и заслуживающий доверия план возврата к экономически обоснованной налогово-бюджетной политике в среднесрочной перспективе.

6. Преимущества целевого показателя нефтегазового дефицита состоят в том, что он: (i) позволяет сосредоточить внимание на показателе налогово-бюджетной политики, что дает более точную картину состояния государственных финансов; (ii) устраняет зависимость экономики от краткосрочных колебаний цен на нефть; (iii) со временем уменьшает бюджетные риски, обеспечивая справедливое распределение ресурсов между поколениями; и (iv) охватывает как изменения цен на нефть, так и показатели объема. Недостатками является то, что (i) правило может быть трудно объяснить общественности; и (ii) надлежащий уровень целевого показателя нефтегазового дефицита нуждается в периодической переоценке (см. таблицу 1).

7. Целесообразной альтернативой в случае России может быть надлежащим образом сформулированное правило, основанное на цене на нефть. Если оно будет дополнено верхним пределом для займов или расходов, оно может обеспечить устойчивость государственных финансов. Однако оно в принципе не учитывает аспекты истощаемости ресурсов и изменений в их добыче, и поэтому цена на нефть в рамках налогово-бюджетного режима должна устанавливаться таким образом, чтобы напрямую учитывались эти аспекты. Преимущества правила, основанного на цене на нефть, состоят в том, что оно (i) может устранить зависимость экономики от колебаний цен на нефть; и (ii) его может быть легче объяснить общественности (или оно может быть более адресно доведено до сведения заинтересованных сторон). Недостатками является то, что (i) требуются дополнительные ограничения для обеспечения как устойчивости государственных финансов, так и справедливого распределения ресурсов между поколениями, что может осложнить разъяснение правила общественности; и (ii) правило учитывает только изменения цен на нефть, а не изменения объемов нефти (см. таблицу 1).

#### Вставка IV.1. Бюджетные риски в России

В дополнение к шокам в области политики и макроэкономическим шокам, требования исполнения условных обязательств будут иметь существенные последствия для стабильности государственных финансов. Условные обязательства могут быть как прямыми, так и косвенными. Косвенные условные обязательства — это обязательства, вытекающие из договоров, законов или четких обязательств политики. Они включают в себя, например, государственные гарантии займов и экспортные гарантии. Косвенные условные обязательства иногда вытекают из ожиданий вмешательства правительства в случае кризиса или стихийного бедствия или в случае, когда альтернативные издержки невмешательства считаются недопустимо высокими. Косвенные условные обязательства, в числе прочего, включают в себя операции по финансовому спасению государственных предприятий, финансовых организаций, субнациональных органов государственного управления и частных фирм, которые либо имеют стратегическое значение, либо являются «слишком большими, чтобы можно было допустить их банкротство».

Проведенное персоналом МВФ исследование (см. [Contingent Liabilities: Issues and Practice](#) (Условные обязательства: вопросы и практика)) показывает, что наиболее широко распространенной формой условных обязательств являются гарантии, в частности гарантии займов, которые встречаются практически во всех странах. Однако наиболее серьезные общие последствия связаны с косвенными обязательствами, в особенности по спасению финансовой системы.

Для того чтобы уменьшить риски для бюджета и потенциальные издержки, международный опыт и передовая практика (см. [Fiscal Risks: Sources, Disclosure and Management](#) (Бюджетные риски: источники, раскрытие информации и управление) и [Contingent Liabilities: Issues and Practice](#) (Условные обязательства: вопросы и практика)) позволяют сделать ряд рекомендаций в отношении раскрытия рисков и управления ими:

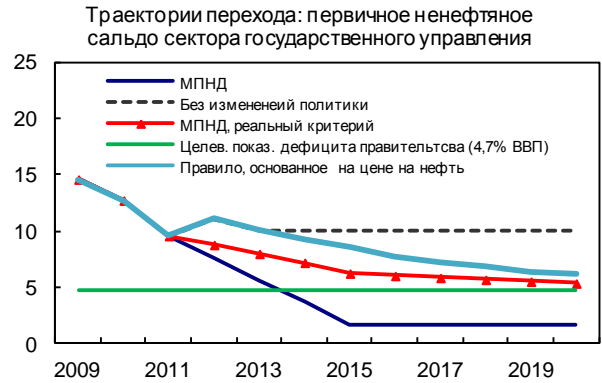
- бюджетные риски, которым подвержено правительство, подлежат выявлению и раскрытию, с тем чтобы облегчить эффективное осуществление налогово-бюджетной политики;
- бюджетные риски необходимо уменьшать эффективными с точки зрения затрат способами;
- должна быть создана четкая административно-правовая основа для регулирования общего управления государственными финансами и бюджетных рисков для правительства; и
- бюджетные риски должны систематически включаться в налогово-бюджетный анализ и бюджетный процесс.

В России не ведется работа по систематическому выявлению и раскрытию бюджетных рисков, и они не подлежат систематическому включению в налогово-бюджетный анализ и бюджетный процесс. До настоящего времени такие события, как банкротство Банка Москвы летом 2011 года и его последующая рекапитализация на сумму 14,2 млрд долл. США, оплаченная государственной корпорацией «Агентство по страхованию вкладов», не вели к бюджетным расходам. Однако они четко указывают на необходимость создания в России структур для выявления и раскрытия бюджетных рисков и управления ими. Другие исследования показывают, что включение задолженности квазисуверенных структур (например, компаний и банков, акциями которых владеет государство) приведет к увеличению отношения государственного долга к ВВП России дополнительно на 10 процентных пунктов к 2020 году.

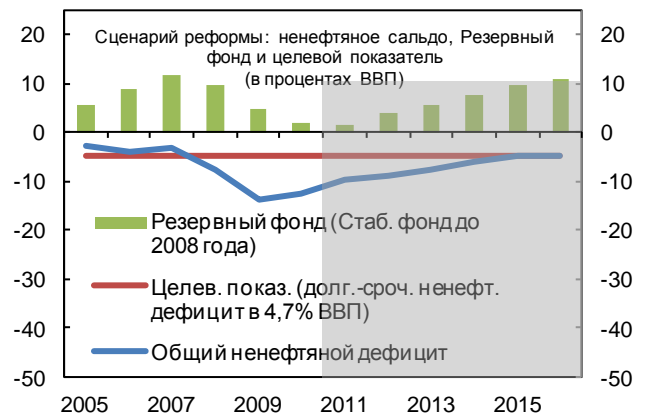
8. Что касается гибкости правил в отношении структурного (или основополагающего) разрыва в динамике цен на нефть, то целевой показатель ненефтяного дефицита может быть более эффективным для преодоления зависимости бюджета от циклов цен на нефть. Если опорная цена на нефть привязана к прошлым ценам (т.е. является скользящей средней величиной), возможность принятия которой рассматривается в настоящее время, то основанная на таком правиле налогово-бюджетная политика будет лишь отражать постоянное смещение цены на нефть с лагом. Например, если ожидается сближение цен на нефть с более низким уровнем долгосрочных цен в сравнении с текущей ценой, то налогово-бюджетная политика, основанная на правиле цены на нефть, будет носить экспансивный характер, пока скользящее среднее не начнет полностью охватывать смещение в сторону более низких цен. По этой причине некоторые страны (например, Мексика) используют правило цены на нефть, которое учитывает как прошлые, так и будущие цены. Напротив, правило ненефтяного дефицита основано на текущей стоимости нефтяного богатства и, таким образом, изначально носит перспективный характер, если периодически переоценивается в соответствии с передовой практикой.

<b>Таблица IV.1. Преимущества и недостатки целевого показателя ненефтяного дефицита в сравнении с правилом цены на нефть</b>		
	<b>Преимущества</b>	<b>Недостатки</b>
<b>Целевой показатель ненефтяного дефицита</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Внимание сосредоточено на ненефтяном дефиците, который является надлежащей переменной для нефтепроизводящей страны</li> <li>• Отрывает экономику от волатильности цен на нефть</li> <li>• Обеспечивает как устойчивость государственных финансов, так и справедливое распределение ресурсов между поколениями</li> <li>• Охватывает изменения как цен на нефть, так и объемов нефти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Может быть трудно разъяснить общественности</li> <li>• Нуждается в периодической переоценке</li> </ul>
<b>Правило цены на нефть</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрывает экономику от волатильности цен на нефть</li> <li>• Легко разъяснить общественности</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Должно быть дополнено другими ограничениями (например, верхний лимит расходов, «обратное проектирование» цены на нефть) в целях обеспечения как устойчивости государственных финансов, так и справедливого распределения ресурсов между поколениями, что может затруднить разъяснение правила общественности</li> <li>• Напрямую не учитывает изменения в объеме нефти</li> </ul>

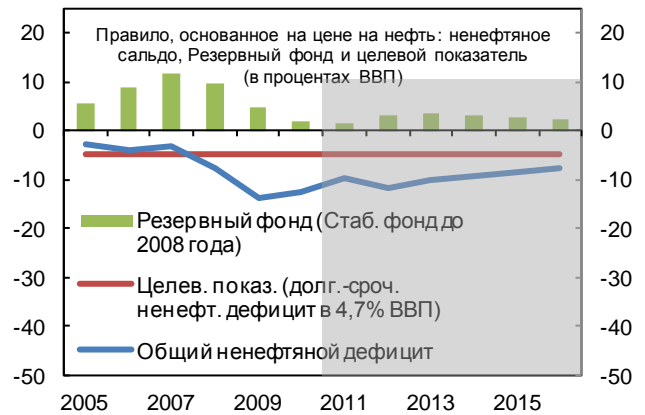
9. По оценке персонала, целевой показатель нефтефтяного дефицита в 4,7 процента, действие которого в настоящее время приостановлено, остается надлежащим «якорем» для России. Основываясь на допущениях, сделанных в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2012 года, модель постоянного нефтяного дохода, использующая правило реального критерия (т.е. правила, согласно которому правительство обеспечивает постоянный поток услуг в реальном выражении), согласуется с нефтефтяным дефицитом приблизительно в 6 процентов ВВП к 2015 году, т.е. допускает большее потребление нефтяного богатства на начальном этапе, но означает более низкий уровень потребления нефтяного богатства в более поздние годы (см. рисунок в тексте)<sup>55</sup>. Проведенные стресс-тесты показали, что надлежащий диапазон нефтефтяного дефицита к 2015 году составляет от 4 до 8 процентов ВВП, и целевой показатель в 4,7 процента представляется достаточно консервативным и позволяет постепенно восстановить Резервный фонд за счет общего профицита (см. таблицу 2 и рисунок в тексте). Оценки персонала показывают, что правило, рассматриваемое в настоящее время Министерством финансов, приведет к более высокому нефтефтяному дефициту в период по 2020 год, чем правило, основанное на реальном критерии в модели постоянного нефтяного дохода, и не обеспечит достаточного профицита для значимого восстановления Резервного фонда (см. рисунок в тексте).



Источник: Оценки персонала МВФ.



Источник: оценки персонала МВФ.



Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>55</sup> Для полноты картины также показано стандартное правило модели постоянного нефтяного дохода, которое подразумевает в среднем стабильный во времени нефтефтяной дефицит. Такое правило означало бы очень крупную консолидацию в среднесрочной перспективе, но допускало бы более высокий уровень потребления нефтяного богатства в более поздние годы (т.е. когда нефть иссякнет), чем при правиле, основанном на реальном критерии в модели постоянного нефтяного дохода.

Таблица IV.2. Анализ чувствительности для метода МПНД с реальным критерием

Нефтефтяной первичный дефицит к 2015 году (в процентах ВВП)	
Сценарий	Результат
Базисные параметры	6,2
<i>Тесты чувствительности</i>	
Долгосрочная цена на нефть Urals (базис = 95 долл. США/баррель)	
Более высокая цена на нефть (120 долл. США/баррель)	7,3
Более низкая цена на нефть (70 долл. США/баррель)	5,2
10-летняя средняя цена (2011-2002 годы, 55,70 долл. США/баррель)	4,7
Долгосрочная цена на газ (базис = 330 долл. США/ткм)	
Более высокая цена на газ (400 долл. США/ткм)	6,8
Более низкая цена на газ (260 долл. США/ткм)	5,7
10-летняя средняя цена (2011-2002 годы, 203,40 долл. США/ткм)	5,3
Комбинированный шок для цен на нефть и газ	
Более высокие цены на нефть и газ (120 долл. США/баррель и 400 долл. США/ткм)	7,8
Более низкие цены на нефть и газ (70 долл. США/баррель и 260 долл. США/ткм)	4,7
10-летняя средняя цена (2011-2002 годы, 55,70 долл. США/баррель и 203,40 долл. США/ткм)	3,7
Запасы нефти (базис = 100, истощение нефти в 2049 году)	
Более высокие запасы нефти (130, истощение нефти в 2061 году)	6,8
Более низкие запасы нефти (70, истощение нефти в 2038 году)	5,4
Запасы газа (базис = 100, истощение газа в 2091 году)	
Более высокие запасы газа (130, истощение газа в 2116 году)	6,3
Более низкие запасы газа (70, истощение газа в 2067 году)	6,0
Эффективная собираемость налога на нефть и газ (базис = 35%)	
Более высокая собираемость налога на нефть (+5 процентных пунктов)	7,3
Более высокая собираемость налога на нефть (-5 процентных пунктов)	5,2
Долгосрочная реальная процентная ставка по финансовым активам (базисная $r = 4,0$ )	
Более высокая $r = 4,5$	6,5
Более высокая $r = 3,5$	5,9
Долгосрочные реальные темпы роста (базисные $u = 3,0$ )	
Более высокие $u = 3,5$	6,2
Более высокие $u = 2,5$	6,3

Источник: иммитационные расчеты персонала МВФ.

10. Налогово-бюджетные «якоря» и соответствующие целевые показатели должны быть гибкими для того, чтобы они пользовались доверием и носили долговременный характер в условиях неопределенности. Как отмечается в документе [Fiscal Frameworks for Resource Rich Developing Countries](#) (Основы бюджетного планирования в развивающихся странах, богатых природными ресурсами), существует напряженность между жесткими бюджетными правилами, в случае которых высок риск того, что они могут устареть, и чрезмерно дискреционными подходами, которые могут подорвать доверие. Чтобы уменьшить эту напряженность, можно рассмотреть следующую практику:

- внимание должно быть сосредоточено на процедурных правилах, а не на фиксированных количественных целевых показателях; например, в применяемой в Чили системе определяется целевая бюджетная переменная (структурное сальдо) и устанавливается процедура, в соответствии с которой определяются конкретные целевые показатели;
- упор должен быть сделан на «гибкий» руководящий принцип, а не на правило (например, Тимор-Лешти и Норвегия);
- должны быть приняты четкие положения о пересмотре показателей (например, целевые показатели должны переоцениваться каждые четыре года).

11. В конечном итоге, главный урок, который необходимо извлечь из международного опыта, состоит в том, что форма правила, в соответствии с которым строится налогово-бюджетная политика, менее важна, чем его последовательное применение. В этой связи, несмотря на то что персонал считает существующие основы бюджета России надлежащими и не видит реальной необходимости в их изменении, какое бы бюджетное правило Россия ни выбрала, успех будет зависеть от его, насколько это возможно, последовательного применения.

12. Что касается вопроса о том, каким образом сократить нефтяной дефицит до уровня, обеспечивающего справедливое распределение ресурсов между поколениями, то определенные указания может дать Глобальная интегрированная денежно-кредитная и налогово-бюджетная модель (ГИМФ) МВФ<sup>56</sup>. При текущем среднесрочном бюджете на 2012–2014 годы нефтяной дефицит к 2014 году остается на уровне приблизительно в 9 процентов ВВП, что почти в два раза превышает уровень в 4,7 процента ВВП, который персонал считает целесообразным. Напротив, если же власти постепенно снизят к 2015 году уровень нефтяного дефицита до 4,7 процента ВВП (т.е. корректировка составит приблизительно 1,5 процента в год, начиная с текущего года), используя при этом благоприятствующие росту инструменты — в данном случае сокращение государственного потребления и трансфертов, — то несмотря на то, что в краткосрочной перспективе произойдет замедление роста, в среднесрочной перспективе влияние на рост может быть положительным.

---

<sup>56</sup> Более подробно о модели ГИМФ и ее применении к России см. главу «Благоприятен ли для роста бюджет России на 2011–2013 годы» в документе [«Российская Федерация: документ по отдельным вопросам 2011 года»](#).



Таблица IV.3. Дополнительные меры консолидации бюджета по инструментам ГИМФ для достижения целевого показателя нефтегазового дефицита (в процентах ВВП)

	2012	2013	2014	2015	Всего за 4 года	Доля общей консолидации
Государственное потребление	0,229	0,385	0,367	0,319	1,3	24,4
Общие трансферты	0,711	1,197	1,139	0,990	4,0	75,6
<b>Всего</b>	<b>0,940</b>	<b>1,582</b>	<b>1,505</b>	<b>1,309</b>	<b>5,3</b>	<b>100,0</b>

Источник: оценки персонала МВФ.

18. Возможные меры для достижения необходимой экономии бюджетных средств в 5,3 процента ВВП включают:

*Государственное потребление:*

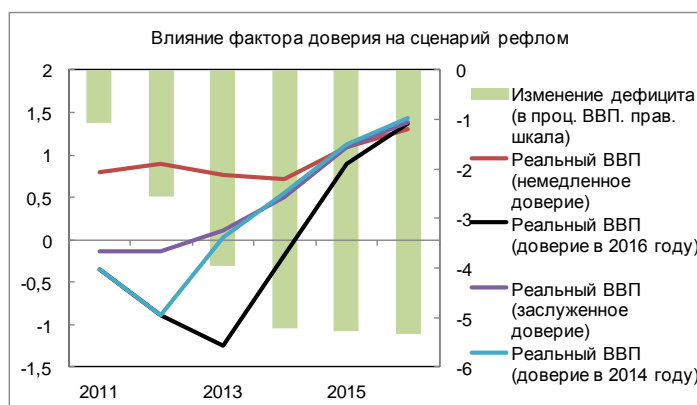
- сокращение заработной платы в рамках реформы государственной службы (среднесрочный бюджет на 2011–2013 годы предусматривал экономию средств в размере 0,9 процента ВВП);
- дальнейшее сокращение субсидий по поддержке государственных или частных предприятий (изначальные расходы по антикризисному стимулированию в 2010 году составляли 1,3 процента ВВП, но лишь 0,4 процента ВВП расходов было включено в среднесрочный бюджет 2011–2013 годов);
- повышение эффективности расходов на региональном уровне (1,1 процента ВВП по оценкам Обзора государственных расходов Всемирного банка за 2011 год);

*Общие трансферты:*

- постепенная отмена низкоадресных программ социальной помощи (1 процент ВВП по оценкам Обзора государственных расходов Всемирного банка за 2011 год);
- повышение пенсионного возраста к 2050 году до 65 лет как для мужчин, так и для женщин, а также уменьшение размера досрочных пенсий (потенциальная экономия средств к 2020 году составит приблизительно 2,7–3,7 процента ВВП, согласно имитационным расчетам, приводимым в документе «Reforming the Public Pension System in the Russian Federation» (Реформа государственной пенсионной системы в Российской Федерации) (рабочий документ, готовится к публикации));

- уменьшение/отмена налоговых расходов (по оценкам Министерства финансов Российской Федерации, в 2010 году они составили 1,5 процента ВВП).

13. Доверие к пакету мер консолидации имеет большое значение в плане воздействия на экономический рост. В сценарии, когда пакет немедленно пользуется доверием, экономические субъекты, в числе прочего, полностью предвидят снижение процентных ставок, которое последует за такой



консолидацией, и немедленно увеличивают потребление и инвестиции, что дает толчок росту. Более реалистичным подходом может быть такой, при котором экономические субъекты полностью верят в то, что объемы консолидации, которую они видят в каждом периоде, будут постоянными («заслуженное доверие»). В этом случае первоначальный эффект пакета мер консолидации, ведущий к сжатию экономической деятельности, будет приглушен (поскольку экономические субъекты прекрасно видят выгоды от консолидации). Поскольку в России требуется укрепление основ налогово-бюджетной политики, более вероятно, что официальным органам потребуется накапливать «доверие за счет действий». В данном случае экономические субъекты считают, что консолидация будет вызывать доверие начиная с 2014 года. Влияние на рост на начальном этапе является более негативным, чем в случае «заслуженного доверия», но становится положительным в 2013 году и впоследствии сходится с результатами для случая «заслуженного доверия». Наконец, если экономические субъекты считают, что пакет мер консолидации будет вызывать доверие только тогда, когда он реализован полностью (т.е., в 2016 году), краткосрочное подавляющее влияние на рост оказывается самым сильным. Но даже в этом случае влияние на рост оказывается положительным начиная с 2015 года (т.е. еще до полного достижения доверия).