

Развитие и стабильность. Пределы использования нефтяных доходов

Е.Гурвич

Экономическая экспертная группа

Один из наиболее остро дискутируемых в настоящее время вопросов состоит в том, следует ли тратить средства стабилизационного фонда сверх минимальной суммы 500 млрд. рублей на стимулирование роста экономики (инвестируя их в развитие инфраструктуры, кредиты для закупки импортного оборудования либо на замещение доходов бюджета, выпадающих при снижении налоговой нагрузки). Оппоненты убеждены, что расходование средств стабфонда внутри страны неизбежно приведет к повышению инфляции, и, следовательно, ослабит макроэкономическую стабильность (замедлив тем самым экономический рост).

На мой взгляд, вопрос сейчас ставится излишне категорично «тратить-не тратить». Тем самым дискуссия переведена в область экономической политики. Задача анализа – определить условия, при которых нефтяные сверхдоходы могут тратиться и пределы, в которых это возможно. После этого вопрос политики – выбрать тот или иной из допустимых вариантов. Образно говоря, я предлагаю сначала построить «производственное множество», а уж потом обсуждать, какую точку в нем выбрать.

Масштаб внешних шоков испытываемых российской экономикой, от которых ее необходимо защищать средствами макроэкономической политики, измеряется величиной «конъюнктурных доходов» (КД). Они определяются как дополнительные доходы или потери экономики либо бюджета из-за отклонения мировых цен от их стандартного уровня. Приведенные в Таб.1 оценки показывают, что размеры КД достигали в последние годы 14% ВВП, а дополнительные доходы бюджетной системы – почти 10% ВВП.

Столь значительная зависимость от внешней конъюнктуры требует существенной модификации макроэкономической политики. **В отсутствие специальных мер колебания внешних условий приводили бы к постоянным потрясениям в российской экономике, тем самым существенно замедляя ее рост.** Как продемонстрировано во многих исследованиях, непредсказуемость и изменчивость ключевых макроэкономических показателей (инфляции, обменного

курса, процентных ставок), оказывают сильное негативное влияние на инвестиции и экономический рост. Волатильность отрицательно воздействует на темпы экономического роста: ее увеличение на одно стандартное отклонение замедляет рост экономики на 1,3% в год¹.

Если бы в 2004–2005 гг. правительство РФ и Центральный банк не реагировали на подорожание российских экспортных товаров, то обменный курс доллара упал бы более чем вдвое – до уровня ниже 15 руб., создав сильнейший шок для производителей. В дальнейшем, при снижении мировых цен курс столь же резко изменился бы в обратную сторону. Соответствующие колебания государственных расходов достигли бы 10% ВВП.

Таблица 1. Расчетный конъюнктурный доход экономики и бюджета

Годы	Всего		Бюджетной системы	
	млрд.долл.	% ВВП	млрд.долл.	% ВВП
2000	11.5	4.4%	4.5	1.7%
2001	6.6	2.2%	2.8	0.9%
2002	6.8	2.0%	4.2	1.2%
2003	21.7	5.0%	12.3	2.8%
2004	52.6	8.9%	32.1	5.4%
2005	107.6	14.0%	74.1	9.7%
Всего за 2000-2005 гг.	206.8	7.7%	130.0	4.8%

Защита экономики от колебаний внешней конъюнктуры требует модификации как бюджетной, так и монетарной политики. Распределение функций между ними при этом во многом определяется тем, как в экономике распределяются конъюнктурные доходы. Приведенные в таблицах 2-3 оценки показывают, что в настоящее время в бюджет изымается примерно 70% конъюнктурных доходов. В стабилизационный фонд попадает примерно половина всех КД.

Важнейшим показателем фискальной политики при нестабильной внешней конъюнктуре служит структурный (латентный) дефицит бюджета. Он представляет собой бюджетный баланс за вычетом «конъюнктурных доходов» бюджета. Анализ монетарных проблем во многом должен основываться на сравнении величины «конъюнктурных доходов» (КД) экономики и бюджета (т.е. дополнительных доходов, получаемых благодаря высоким мировым ценам на сырьевые товары) и

¹ Hnatkovska V., Loayza N. Volatility and Growth // Managing Economic Volatility and Crises. Cambridge, 2005.

нейтрализации – мер ЦБ и правительства, компенсирующих избыточный либо недостаточный приток валютных доходов. Разность этих показателей характеризует использование конъюнктурных доходов.

Таблица 2. Расчетное распределение конъюнктурных доходов бюджета (млрд. долл.)

	В условиях 2005 г.	В условиях 2006 г. (прогноз)	
		Базовая цена 20 долл./бarr.	Базовая цена 27 долл./бarr.
КД экономики всего	108	113	89
В т.ч. из нефтяного сектора	78	80	62
КД бюджета	74	79	63
- из нефтяного сектора	64	67	53
- из других секторов	10	12	10
<i>КД поступающие:</i>			
- в федеральный бюджет	66	73	58
- в региональные бюджеты	8	7	5
Автоматически поступает в СФ	52	55	44
<i>Справочно: цена на нефть «Юралс» (долл./бarr.)</i>	50,6	51,0	51,0

Таблица 3. Расчетное распределение конъюнктурных доходов бюджета (%)

	В условиях 2005 г.	В условиях 2006 г. (прогноз)	
		Базовая цена 20 долл./бarr.	Базовая цена 27 долл./бarr.
Доля КД изымаемая в бюджет (%)	69%	70%	71%
<i>Поступления в стабфонд в % от:</i>			
Общих КД экономики	49%	49%	49%
КД экономики из нефтяного сектора	67%	69%	71%
КД бюджета	70%	70%	70%
КД федерального бюджета	79%	76%	76%

Приведенные в Таб.4 данные показывают, что фактически как сбережения бюджетной системы, так и нейтрализация за счет правительства намного превосходили доходы стабфонда (хотя и уступали величине конъюнктурных доходов бюджета и экономики соответственно). Это обеспечивалось за счет того, что, во-первых, погашение внешнего долга по графику (более 9 млрд.д.) проводилось не из средств стабфонда, во-вторых тем что даже не попадающие в стабфонд дополнительные доходы бюджетов всех уровней в основном сберегались.

Таблица 4. Поступление и использование конъюнктурных доходов² (млрд.долл.)

	Млр.долл.		% ВВП	
	2004	2005	2004	2005
Расчетный объем КД экономики	52,6	107,6	8,9%	14,0%
Расчетный объем КД бюджета	32,1	74,1	5,4%	9,7%
Структурный баланс расширенного бюджета	-3.2	-11.3	-0.5%	-1.5%
Фактический общий объем нейтрализации	49,9	86,1	8,5%	11,2%
Нейтрализация мерами правительства	25,4	70,7	4,3%	9,2%
Доходы стабфонда	22,0	49,3	3,7%	6,4%

Решения об использовании средств стабилизационного фонда (и вообще конъюнктурных доходов) приемлемы, если они обеспечивают три группы ограничений.

T1. *Связанные с текущим реальным обменным курсом.* Обычно считается, что значительное укрепление рубля негативно сказывается на международной конкурентоспособности. С другой стороны, нежелательны резкие изменения обменного курса, делающие результаты экономической деятельности непредсказуемыми. Таким образом, ограничения могут касаться как уровня, так и амплитуды колебаний реального курса.

T2. *Связанные с долгосрочной устойчивостью платежного баланса.* Значительное положительное сальдо платежного баланса несет в себе угрозу девальвации рубля при будущем ухудшении внешней конъюнктуры. Это столь же опасно для курсовой политики, как структурный бюджетный дефицит для фискальной политики.

T3. *Связанные с долгосрочной устойчивостью бюджета.* Безопасные пределы бюджетных обязательств должны предотвратить риски дестабилизации бюджета в случае ухудшения внешней конъюнктуры. Это определяет границы структурного дефицита бюджета, которые можно грубо оценить как 2-2,5% ВВП.

В зависимости от конкретных условий на первый план могут выходить одни или другие из перечисленных требований.

² Конъюнктурные доходы рассчитаны по отношению к базовой цене на нефть 20 долл./барр. и соответствующих стандартных ценах других сырьевых товаров.

Рассмотрим теперь возможность использования средств в условиях дорогой нефти после накопления минимальной суммы. Принципиальным при обсуждении данного вопроса является разделение всех видов расходования средств стабфонда на два вида:

1. Связанные с устойчивым увеличением структурного дефицита,
2. Предполагающие временное увеличение структурного дефицита.

К первой категории относится любое увеличение постоянных обязательств государства (повышение заработной платы в бюджетной сфере, повышение пенсий и т.д.). Сюда же следует отнести снижение налоговых ставок (поскольку оно сокращает «регулярные», не связанные с внешней конъюнктурой доходы бюджета). Использование конъюнктурных доходов на увеличение госинвестиций также следует включать в первую категорию. Вторая категория подразумевает рост расходов на ограниченное время, например, для проведения структурных реформ.

Допустимость устойчивого расширения структурного дефицита определяется тем, насколько они согласуются с рассмотренными выше требованиями. В условиях 2006 года небольшое увеличение структурного дефицита представляется допустимым с точки зрения долгосрочной фискальной устойчивости, однако его приемлемость с точки зрения курсовой политики требует всестороннего анализа. Временное увеличение расходов подвержено меньшему количеству ограничений – оно оценивается только с точки зрения текущих последствий.

Принципиальный момент состоит в том, что **расходование средств стабфонда будет иметь реальный эффект только если оно подкреплено увеличением импорта**. В противном случае результатом окажется расширение спроса при той же величине предложения, что неизбежно приведет к инфляции. Следовательно, даже разовое использование конъюнктурных доходов требует укрепления рубля (по сравнению с вариантом, когда они не используются).

Попытка увеличить расходование конъюнктурных доходов в нынешних условиях, когда укрепление рубля по возможности сдерживается, может иметь один из двух результатов:

- 1) *ЦБ предотвращает укрепление рубля ценой инфляции*. Этот вариант безусловно нецелесообразен с экономической точки зрения: фактически **увеличение расходов либо сокращение налогов обеспечивается тогда «инфляционным налогом», негативное воздействие которого на экономику намного превышает действие обычных налогов**. Дополнительные расходы, если они

оправданы, предпочтительно финансировать тогда повышением налоговых ставок. Снижение же, например, НДС без сокращения расходов в такой ситуации явно бессмысленно, поскольку замена выпадающих доходов инфляционным налогом, несомненно, вредна для экономики.

2) *Происходит укрепление рубля.* В этом случае увеличение государственного и частного спроса обеспечивается дополнительным импортом.

Такое укрепление влечет за собой многочисленные последствия, часть из которых позитивна (растет внутренний спрос, снижаются реальные процентные ставки и соответственно стимулируются инвестиции), а часть требует дополнительного анализа. Так, неясно, положительно или отрицательно влияет укрепление рубля на рост экономики в целом. Несмотря на стандартные представления об опасности «голландской болезни», в ряде работ было выявлено позитивное воздействие укрепления национальной валюты на рост для России³ и других стран⁴. В то же время можно ожидать, что, по крайней мере, в отдельных отраслях (таких как автомобилестроение) укрепление рубля вызовет серьезное сокращение производства и занятости. Таким образом, **следует говорить не о том, что опасность укрепления рубля делает невозможным использование конъюнктурных доходов, а о том, готовы ли денежные власти пойти на него ради дополнительного расходования конъюнктурных доходов.**

Совместимо ли расходование (хотя бы краткосрочное) средств стабфонда при высоких ценах на нефть с выполнением его функций? В случае, если точно известна долгосрочная средняя цена на нефть и переход от высоких цен к низким происходит достаточно часто, отклонения от общего порядка накопления и использования стабфонда недопустимы, поскольку они препятствуют выполнению главной задачи – сглаживанию эффекта колебания внешних условий. При неопределенности долгосрочной средней цены на нефть либо при большой длительности цикла перехода от высоких цен к низким, может оказаться целесообразным применение более сложных правил управления СФ. Одна из ситуаций, позволяющих ставить вопрос о дискреционном (т.е. проводимом по специальным решениям, а не по общим правилам) использовании конъюнктурных доходов, возникает при изменении гипотезы о стандартном уровне цен на нефть. Еще несколько лет назад экономисты

³ Дынникова О., Реальный обменный курс и ВВП. Сборник статей "Модернизация экономики России: Итоги и перспективы", М:ГУ- ВШЭ, 2003.

⁴ См., например, Krugman P., L.Taylor. Contractionary Effects of Devaluation. Journal of International Economics, 8, 1978.

единодушно считали, что в долгосрочной перспективе цены на нефть будут лежать на уровне 20-21 долл./барр., что делало оправданным установление базовой цены формирования стабфонда равной 20 долл./барр. Сейчас единогласия относительно будущего уровня цен на нефть нет, однако, скорее всего, их долгосрочный уровень уже не вернется к прежним значениям. В такой ситуации вполне допустимо расходование накопленных средств стабфонда свыше правильно установленной минимальной суммы, если оно согласуется с текущими и долгосрочными задачами бюджетной и монетарной политики. В частности, **в настоящее время представляется возможным направлять на временное увеличение расходов средства стабфонда сверх минимальной суммы (с оговоркой что она должна быть по крайней мере вдвое увеличена), если считать допустимым связанный с этим рост реального обменного курса.**

ПРОГНОЗНЫЕ СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ НА 2006-2008 ГОДЫ

Рассмотрим среднесрочные перспективы использования конъюнктурных доходов. В последнее время высказывается мнение о необходимости увеличить использование КД исходя не из целей развития, а из задач монетарной политики. Верно ли это?

Ближайшие годы (2006-2008 гг.) отмечены несколькими важными особенностями:

- Базовая цена формирования стабфонда повышена до 27 долл./барр.
- Несмотря на высокие цены на мировых рынках, замедляется рост физического объема экспорта нефти и нефтепродуктов (с 15% в год в среднем за период 2002-2004 гг. до 2% в 2006-2008 гг.).
- Достигнутый к началу рассматриваемого периода реальный обменный курс можно считать равновесным, а не заниженным, как в предшествующие годы. Об этом свидетельствует примерное равенство между размерами нейтрализации и конъюнктурными доходами (по уточненному определению)⁵.

Зафиксируем мировые цены на сырье на уровне 2005 года и рассмотрим сценарии, различающиеся политикой обменного курса. Первый сценарий предполагал, что рубль укрепляется в меру прогнозируемого роста эффективности

⁵ Гурвич Е. Бюджетная и монетарная политика при нестабильной внешней конъюнктуре. Вопросы экономики, 3, 2006

экономики (характеризуемой производительностью труда) - на 6% в год. В другом сценарии предполагалась стабилизация достигнутого уровня реального обменного курса. Расчеты учитывали, что меры ЦБ по нейтрализации конъюнктурных доходов связаны с денежной эмиссией, поэтому ограничены приростом спроса на деньги.

Полученные результаты приведены в Таб. 5. Они свидетельствуют, что если ставится цель поддерживать стабильный реальный обменный курс рубля, то в 2007-2008 гг. можно будет использовать часть конъюнктурных доходов в размере 6 и 13 млрд.долл. Однако вплоть до 2008 года необходимо будет сберегать для нейтрализации не только средства стабфонда, но и часть бюджетных ресурсов сверх этого (не менее 18 млрд.долл. в год). Использование средств стабфонда возможно тогда только при ценах на нефть ниже 34 долл./барр. в 2007 году или ниже 38 долл./барр. в 2008 году.

Таблица 5. Расчет размеров нейтрализации при целевой динамике реального эффективного обменного курса

	2005	2006	2007	2008
<i>Укрепление рубля в меру роста производительности</i>				
Целевые темпы укрепления рубля (%)	10.5%	6.0%	6.0%	6.0%
Расчетный торговый баланс (млрд.долл.)	120	104	89	72
Требуемая нейтрализация (млрд.долл.)	87	78	68	54
Возможности нейтрализации за счет стабфонда и ЦБ (млрд. долл.)	60	61	62	61
Разность между требуемой нейтрализацией и возможностями ее проведения за счет стабфонда и ЦБ (млрд.долл.)	27	17	5	-7
Требуемая нейтрализация за счет правительства	69	60	50	38
<i>Стабилизация реального обменного курса рубля</i>				
Целевые темпы укрепления рубля (%)	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Расчетный торговый баланс (млрд.долл.)	120	110	103	95
Требуемая нейтрализация (млрд.долл.)	87	86	82	76
Возможности нейтрализации за счет стабфонда и ЦБ (млрд. долл.)	60	60	60	58
Разность между требуемой нейтрализацией и возможностями ее проведения за счет стабфонда и ЦБ (млрд.долл.)	28	25	22	18
Требуемая нейтрализация за счет правительства	69	69	66	62

Если в качестве цели принимается укрепление рубля в меру роста эффективности экономики, то допустимое использование конъюнктурных доходов быстро нарастает, достигая к 2008 году 34 млрд.долл. (2,8% ВВП). Несмотря на это, средств стабфонда и валютных интервенций ЦБ вплоть до 2007 года оказывается

недостаточно для нейтрализации. Возможность небольшого использования средств стабфонда появляется только в 2008 году.

Полученные выводы существенно изменятся в случае повышения ожидаемого долгосрочного уровня цен товары российского экспорта. Тем самым увеличится оценка регулярных доходов экономики и бюджета и сократится расчетная величина конъюнктурных доходов. Соответственно на первый план выйдут ограничения на текущий уровень реального обменного курса. Бюджетные расходы тогда могут быть значительно увеличены, если будет сочтено приемлемым соответствующее серьезное укрепление рубля.

Таким образом, при сохранении нынешнего уровня экспортных цен использование конъюнктурных доходов может постепенно расширяться. Однако оно может носить лишь ограниченные размеры. В период до 2008 года возможности использования средств стабфонда останутся минимальными.

Поскольку стоимость нефти в ближайшие несколько лет, по всей видимости, будет заметно превышать базовую цену, можно ожидать устойчивого нарастания суммы средств в стабфонде (если только цена отсечения не будет вновь увеличена). Все более актуальной, следовательно, становится оптимизации стратегии инвестирования бюджетных сбережений. Представляется целесообразно разделить общую сумму СФ на две части: минимальную страховочную сумму, инвестируемую в высоконадежные ликвидные ценные бумаги, и остальные средства, для которых главным критерием может стать долгосрочная доходность инвестиций при приемлемом уровне рисков. Назначение второй части может быть окончательно определено, когда сформируются четкие ожидания относительно будущего уровня цен на нефть. Если эти ожидания позволят существенно повысить базовую цену стабфонда, то процесс накопления средств в стабфонде может остановиться. В противном случае не исключено, что эти средства следует частично преобразовать в долгосрочные сбережения, например, предназначенные для финансирования пенсий в период ухудшения демографической ситуации.