

Стабфонд: Три заблуждения

Евсей Гурвич

На прошлой неделе Министерство финансов начало инвестировать средства стабилизационного фонда, завершив тем самым построение его механизма. Это дает повод еще раз обсудить вопросы, связанные с созданием и действием фонда. Как можно оценить промежуточные итоги первого этапа существования стабфонда? Что изменится с началом активного размещения собранных в нем нефтедолларов?

Общественный интерес к проблемам стабилизационного фонда вполне оправдан, ведь в нем уже накоплено более \$500 на каждого гражданина страны. К сожалению, в дискуссии преобладают высказывания, основанные не на точном анализе, а лишь на общих соображениях. Однако в экономике, как в любой нетривиальной сфере деятельности — будь то медицина или строительство атомных реакторов, для правильного понимания ситуации и принятия продуктивных решений недостаточно одного здравого смысла. Рассмотрим наиболее распространенные заблуждения, касающиеся стабилизационного фонда. Для этого придется прибегнуть к макроэкономическому анализу, рассматривающему экономику в целом с учетом всех взаимосвязей между ее составляющими. Сложность такого глобального взгляда диктуется необходимостью — в противном случае мы будем оставаться в плену понятных, но не вполне верных суждений.

Заблуждение 1. Страна понесла значительные потери из-за того, что средства стабфонда до сих пор не инвестировались, а хранились в рублях.

Разумеется, вызывает сожаление, что правительству понадобилось 2,5 года на приведение практики управления стабилизационным фондом в соответствие с законом. Однако, как ни парадоксально, стабилизационный фонд все это время полностью выполнял свои функции, и нет оснований говорить о понесенных финансовых потерях.

Как известно, фонд решает две главные задачи: создает страховку для бюджета на случай падения цен на нефть (защищая экономику от плохого будущего) и охраняет от внешних шоков денежные показатели — обменный курс и цены (защищая от излишне хорошего настоящего). Инвестирование средств фонда в иностранные ценные бумаги ослабляет приток в страну валюты в период нефтяного бума, сдерживая масштабные колебания обменного курса.

Накопленные в стабфонде 2067 млрд руб. дают вполне надежную гарантию от бюджетных рисков. Не столь очевидно, но столь же верно, что стабилизационный фонд обеспечил решение и второй задачи. Хотя сами его средства хранились в рублях, накопление на счетах бюджетных денег позволило Центральному банку приобрести больше валюты и не допустить резкого, почти двукратного укрепления рубля. Дело в том, что собственные возможности ЦБ поддерживать стабильность обменного курса крайне ограничены: попытка приобрести более \$15-16 млрд вызвала бы настоящий взрыв инфляции. Фактически в 2005 г. было куплено вчетверо больше — \$62 млрд, что стало возможным, поскольку выпускаемые в оборот деньги связывались правительством с помощью стабилизационного фонда. Дополнительно приобретенную валюту (\$46 млрд) Центральный банк вложил в иностранные облигации — следовательно, аккумулируемые в стабфонде ресурсы в конечном итоге оказались, как и предусмотрено законом, полностью инвестированы в валютные ценные бумаги, но только не от имени правительства, а от имени Банка России. Соответственно, возможности получения страной инвестиционного дохода не были упущены, он только перешел от правительства

к Центральному банку. Суммарный инвестиционный доход за 2,5 года существования стабфонда, рассчитанный с учетом графика поступления в него средств, динамики обменных курсов и доходности размещения золотовалютных резервов (составившей примерно 2-2,5%), можно оценить в 48 млрд руб.

Задержка с размещением стабфонда повлияла также на стоимость его средств в рублях. На протяжении последних лет обменный курс доллара и евро последовательно падал. Расчеты показывают, что если бы по мере поступления денег в стабфонд они сразу вкладывались в иностранные ценные бумаги (с разделением между валютами в установленной пропорции), то в июне сбережения фонда с учетом инвестиционного дохода составили бы по текущему обменному курсу 2036 млрд руб., или на 31 млрд руб. меньше фактической суммы.

Таким образом, в условиях обесценения доллара и евро хранение стабфонда в рублях дало бюджету выигрыш, компенсирующий основную часть уступленного Банку России инвестиционного дохода. Кроме того, необходимо иметь в виду, что 80% прибыли ЦБ перечисляется в бюджет. Учитывая ориентировочный характер расчетов, можно сделать следующий общий вывод: последствия того, что стабилизационный фонд до сих пор не инвестировался, минимальны — они сводятся к перераспределению нескольких миллиардов рублей между бюджетом и Банком России. Размещение средств стабфонда будет означать только переход к проведению макроэкономической стабилизации автоматически, а не в режиме “ручного управления”.

Заблуждение 2. Можно увеличить доход от размещения средств стабфонда, инвестировав их внутри страны.

Для того чтобы инвестировать или потратить стабфонд внутри страны, необходимо продать часть валютных резервов, что немедленно приведет к снижению курса иностранной валюты. Если бы мы попытались разместить внутри страны хотя бы половину стабилизационного фонда, неизбежен был бы обвал цены доллара до 15 руб. Нередко высказывается мнение, что наблюдаемое замедление роста российской экономики объясняется “голландской болезнью”. Термин связан с укреплением голландского гульдена полвека назад в результате экспорта вновь открытой нефти. Очевидно, рост мировых цен на нефть оказывает точно такое же действие: увеличивает экспорт и укрепляет валюту. Так, за счет удорожания нефти и газа в 2005 г. по сравнению с предыдущим годом Россия получила дополнительно \$50 млрд, что эквивалентно увеличению экспортных поставок наполовину. Последствия укрепления рубля неоднозначны: оно может сделать неконкурентоспособными целые отрасли, но стимулирует развитие других отраслей, увеличивает потребление и инвестиции, тормозит инфляцию. Можно спорить, приемлема ли нынешняя скорость укрепления рубля, или она должна быть снижена. Однако потратить или инвестировать средства стабфонда внутри страны можно, лишь радикально укрепив рубль, — обойти это столь же невозможно, как закон всемирного тяготения. Готов ли кто-нибудь взять на себя ответственность за снижение курса доллара ниже уровня 20 руб.?

Заблуждение 3. Инфляция обесценивает стабилизационный фонд как при его хранении в рублях, так и при вложении в валютные ценные бумаги.

Принципиальное значение в данном вопросе имеет природа стабфонда — то, что он формируется за счет экспортных сверхдоходов нефтяного сектора. Любые же поступления от экспорта с точки зрения всей экономики в целом можно использовать лишь двумя способами: купить импортные товары (что связано с укреплением рубля) либо купить иностранные ценные бумаги, отложив импортные закупки на будущее. Таким образом, признаком обесценения валютных сбережений экономики служит снижение их покупательной способности по отношению к импортным товарам. Чтобы избежать этого, достаточно иметь доходность размещения средств стабфонда, превышающую темпы

инфляции иностранной валюты (что автоматически выполняется, если они вкладываются в облигации). Если правительство в какой-то момент начнет расходовать внутри страны стабфонд, накопленный в период укрепления рубля, бюджет потеряет часть первоначальной стоимости фонда. Однако никакой потери на уровне страны в целом не произойдет: в выигрыше окажутся население и компании, которым импортные товары обойдутся дешевле, — они как бы получают бюджетную субсидию. Здесь следует говорить не о потерях бюджета, а о возвращении в экономику части дополнительных налогов, собранных в период хорошей внешней конъюнктуры, что является обычным принципом стабилизационной макроэкономической политики. В этом, собственно, и состоит суть стабилизации.

Автор — руководитель Экономической экспертной группы