Готовится к публикации в журнале «Вопросы экономики» №4, 2006

ФОРМИРОВАНИЕ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА

Е.Гурвич

Экономическая экспертная группа

Настоящая работа продолжает исследование автора[1], используя введенные там понятия и полученные результаты. В условиях нестабильной внешней среды ключевую роль играет показатель «конъюнктурные доходы» (КД), определяемый как разность между фактическими доходами экономики (бюджета) и расчетными доходами при стандартных мировых ценах. Важнейшим параметром фискальной политики служит структурный (латентный) дефицит бюджета, представляющий собой бюджетный баланс за вычетом конъюнктурных доходов бюджета.

СТАБИЛИЗАЦИОННЫЙ ФОНД КАК ИНСТРУМЕНТ КОНТРЦИКЛИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Систематический процесс накопления и использования конъюнктурных доходов реализуется с помощью Стабилизационного фонда (СФ). Он обеспечивает особый режим использования КД, создавая тем самым основу для проведения эффективной контрциклической фискальной и монетарной политики. Существование СФ само по себе еще не гарантирует ее последовательной реализации, однако трудно привести пример, когда защита экономики от колебаний внешней конъюнктуры достаточно долго и систематически осуществлялась без использования механизма СФ.

Специальные режимы управления доходами государства от нефтяного сектора используются большинством нефтедобывающих стран (Азербайджаном, Венесуэлой, Казахстаном, Кувейтом, Норвегией и др.), а иногда применяются и на суб-федеральном уровне: например, в штате Аляска. Использование таких доходов направлено на решение двух задач: сглаживание воздействия внешней конъюнктуры на экономику и перераспределение части доходов от использования природных ресурсов в пользу будущих поколений (что можно рассматривать как сглаживание расходов в рамках более длительного периода, измеряемого десятилетиями). Более

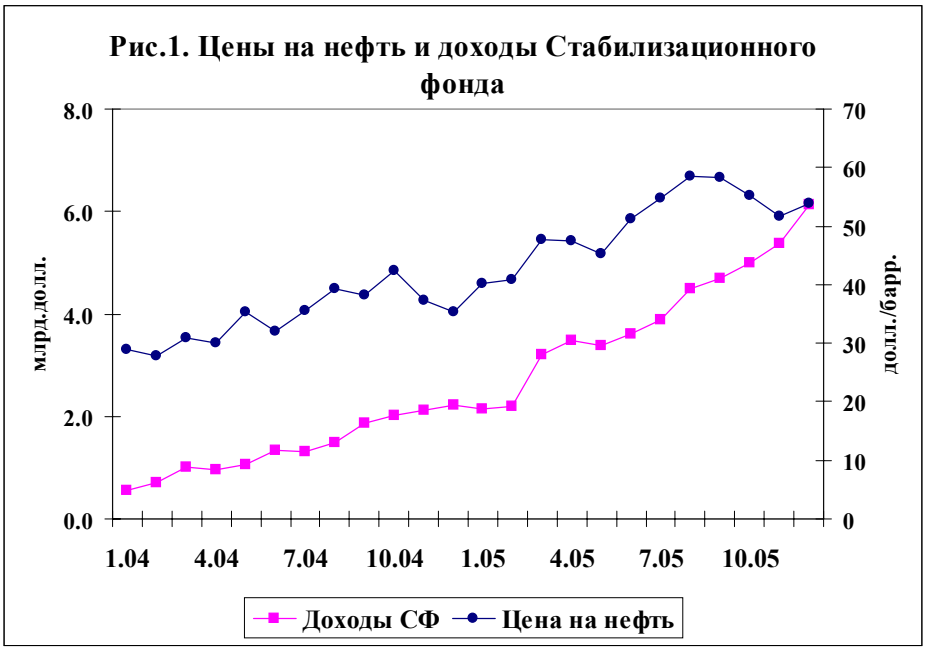
[1] Гурвич Е. Бюджетная и монетарная политика при нестабильной внешней конъюнктуре. Вопросы экономики, 3, 2006.

подробно международный опыт создания и использования стабилизационных фондов рассмотрен в работах Кудрина[2] (2006), Davis и др.[3] (2003), Fasano (2000)[4].

Среди характерных черт российского Стабилизационного фонда можно отметить:

- Постановку перед ним изначально только задачи сглаживания краткосрочных колебаний мировых цен (хотя в других странах изначально сформулированные цели впоследствии нередко расширялись),
- Законодательное закрепление фиксированных источников формирования стабфонда,
- Прозрачность формирования и использования СФ (так, данные о накопленных средствах публикуются ежемесячно, тогда как во многих странах они вообще не сообщаются).

Рис.1. Цены на нефть и доходы Стабилизационного фонда



Важность механизма стабилизационного фонда состоит в том, что он действует как автоматический стабилизатор: поступления в него (и, соответственно, ресурсы, используемые для проведения контрциклической политики) прямо зависят от конъюнктурных доходов нефтяного сектора. На Рис.1 приведены помесячные

[2] Кудрин А. Стабилизационный фонд: зарубежный и российский опыт. Вопросы экономики, 2, 2006.
[3] Davis J., Ossowski R., Daniel J., et al. Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications. В кн. 'Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries', IMF, 2003.
[4] Fasano U., Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries, IMF Working Paper, WP/00/112, 2000.

данные о ценах на нефть и доходах стабфонда. Вместе с тем, законодательство, регулирующее действие СФ имеет несколько серьезных слабостей. Во-первых, ничем не ограничено использование средств СФ при неблагоприятной конъюнктуре: снижение цены на нефть хотя бы на один доллар ниже базового уровня формально дает правительству право потратить из стабфонда любую сумму. Вторая слабость законодательной базы связана с тем, что не регламентируется использование средств стабфонда сверх минимальной «страховочной» суммы 500 млрд.руб. при благоприятной конъюнктуре. Кроме того, размеры минимальной суммы не имеют серьезного обоснования (неясно даже, в каких единицах следует ее устанавливать – в рублях, долларах или процентах ВВП). Часть экономистов выражает уверенность, что минимальная сумма вообще не нужна, поскольку КД должны расходоваться только при ухудшении конъюнктуры. Нет единства в отношении определения «цены отсечения»: предложения лежат в широком диапазоне - от 11 до 40 долл./барр.

Рассмотрим последовательно все аспекты механизма стабилизационного фонда. Поначалу будем исходить из исходно принятого принципа использования стабфонда для сглаживания пиков и провалов цен мировых рынков и не предполагающего перераспределение части доходов от использования природных ресурсов в пользу будущих поколений.

Расчетное распределение поступающих в экономику конъюнктурных доходов показано в Таб.1. В идеале механизм стабилизационного фонда предполагает, что в него направляются все конъюнктурные доходы бюджета, которые затем используются в специальном режиме, зависящем от целей проводимой бюджетной политики. Полученные данные показывают, что **в настоящее время в стабилизационный фонд попадает примерно половина всех конъюнктурных доходов экономики и 70% КД бюджета**. В стабфонд перечисляется 70% нефтяных конъюнктурных доходов экономики и три четверти КД федерального бюджета.

Отметим, что в силу тесной связи между ценами различных сырьевых товаров их стандартные уровни должны пересматриваться совместно. Сравнение двух правых столбцов Таб.1 показывает, что повышение цены отсечения стабфонда до 27 долл./барр. в условиях 2006 года, вместе с коррекцией других цен (отражающей их связь с ценой нефти) означает увеличение регулярных доходов экономики - т.е. расчетных доходов при стандартных ценах на сырьевые товары - на 24 млрд. долларов (2,6% ВВП) и регулярных доходов бюджета на 16 млрд.долл. (1,8% ВВП). Расчетное сокращение поступлений в стабфонд в 2006 году (позволяющее повысить

расходы федерального бюджета) составляет 11,4 млрд.долл. (1,2% ВВП). Увеличение доступных для расходования бюджетных ресурсов в данной ситуации оказывается меньшим, чем прирост «регулярных» доходов. Это объясняется тем, что вместе со всеми конъюнктурными доходами сокращается и та их часть, которая тратилась, не попадая в стабфонд.

Теоретически неполное перечисление КД в стабфонд компенсируется тем, что правительство может направлять туда дополнительные доходы федерального бюджета по итогам года. Однако на самом деле это касается только сверхплановых КД, возникающих, если фактические цены окажутся выше прогнозных. Причем даже в этом случае правительство может (с согласия Думы) направить дополнительные доходы на увеличение расходов. С другой стороны, источником дополнительных доходов, перечисляемых в стабфонд по итогам года, не обязательно служат КД: они могут, например, возникнуть из-за более высокой, чем ожидалось инфляции или темпов роста ВВП.

Отметим, что формирование СФ в рамках федерального бюджета оправдано тем, что доля конъюнктурных доходов, попадающих в суб-федеральные бюджеты, сравнительно невелика, составляя менее 10% (хотя эта часть может быть значима для отдельных региональных бюджетов).

Таблица 1. Расчетное распределение конъюнктурных доходов бюджета[5], млрд. долл.

	В условиях 2005 г.	**В условиях 2006 г. (прогноз)**	
		Базовая цена 20 долл./барр.	**Базовая цена 27 долл./барр.**
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
КД поступающие:			
- в федеральный бюджет	66	73	58
- в региональные бюджеты	8	7	5
Автоматически поступает в СФ	52	55	44
Доля КД изымаемая в бюджет (%)	69%	70%	71%

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

Поступления в СФ в % от:			
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%
Справочно: цена на нефть «Юралс» (долл./барр.)	*50,6*	*51,0*	*51,0*

Неполное перечисление КД в стабфонд означает, что его механизм сглаживает, но не устраняет полностью колебания бюджетных параметров. Так, в условиях 2006 года ожидаемые КД бюджетной системы составят 6,9% ВВП, из которых 4,8% ВВП попадет в стабфонд. Политика сбережения средств стабфонда и расходования остальных конъюнктурных доходов будет означать тогда структурный дефицит расширенного бюджета в размере 2,1% ВВП, из которых 1,5% ВВП придется на федеральный бюджет. Соответственно, последующее снижение цен на нефть потребует сокращения государственных расходов, увеличения налогов либо финансирования потерь бюджета (т.е. исполнения бюджета с дефицитом).

Рассмотрим далее, как соотносились между собой в последние годы полученные экономикой конъюнктурные доходы, поступления в стабфонд, и проводимые денежными властями меры контрциклической политики. С точки зрения сглаживания воздействия внешней среды на обменный курс фундаментальное значение имеет показатель «нейтрализации», определяемый как отток капитала по каналам государства за счет мер Центрального банка и правительства. Если объемы нейтрализации равны конъюнктурным доходам, внешние шоки не влияют на макроэкономические показатели, будучи полностью компенсированы мерами монетарной и бюджетной политики. Недостаточная нейтрализация приводит к укреплению рубля под воздействием роста экспортных цен, избыточная нейтрализация говорит об искусственном занижении курса рубля. Приведенные в Таб.2 данные свидетельствуют, 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). Отметим, что полученные данные носят расчетный характер и могут слегка отличаться от фактических из-за сдвига в несколько месяцев между регистрируемыми ценами на нефть и определением налоговых ставок.

Таблица 2. Поступление и использование конъюнктурных доходов[6] (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%
Фактический общий объем нейтрализации	49,9	86,1	8,5%	11,2%
Нейтрализация мерами правительства	25,4	70,7	4,3%	9,2%
Баланс расширенного бюджета	28,3	62,8	4,9%	8,2%[7]
Баланс федерального бюджета	25,3	57,1	4,3%	7,5%
Доходы стабфонда	22,0	49,3	3,7%	6,4%

Создание стабфонда не обязательно означает проведение «чистой» контрциклической политики (т.е. полного сбережения дополнительных доходов при хорошей конъюнктуре и компенсации потерь за счет этих сбережений в плохие годы). При полном перечислении КД в стабфонд такая схема обеспечивает нулевой структурный баланс бюджета, однако механизм стабфонда может действовать и в том случае, когда мы хотим, чтобы расходы в среднем превышали доходы.

В предыдущей работе автора8 выдвигался тезис, что процесс накопления и использования конъюнктурных доходов следует рассматривать как расширение принципов контрциклической долговой политики. Отсюда следует, что управление средствами стабфонда целесообразно объединить с управлением государственным долгом. Простейший вариант управления долгом и Стабилизационным фондом состоит в полном разделении их функций: СФ используется только для сглаживания отклонения текущих конъюнктурных доходов от их среднего уровня, а структурный дефицит всегда финансируется за счет заимствований. Однако такая тактика не обязательно оптимальна, общую же схему, сохраняющую необходимую степень гибкости, можно описать следующим образом:

- конъюнктурные доходы полностью направляются в стабфонд,
- разность между целевым показателем расходов и регулярными доходами (т.е. структурный дефицит) покрывается за счет увеличения чистых обязательств: заимствований либо использования сбережений.

[6] Конъюнктурные доходы рассчитаны по отношению к базовой цене на нефть 20 долл./барр. и соответствующих стандартных ценах других сырьевых товаров.
[7] Предварительная оценка.
[8] Гурвич Е. Бюджетная и монетарная политика при нестабильной внешней конъюнктуре. Вопросы экономики, 3, 2006.

Возникающий здесь структурный дефицит имеет три потенциальных источника финансирования: внутренние заимствования, внешние заимствования и средства стабфонда. При этом **средства стабфонда с экономической точки зрения следует рассматривать как внешнее финансирование.** Действительно, использование средств стабфонда и внешние заимствования имеют сходные макроэкономические последствия: а) увеличиваются чистые внешние обязательства правительства, б) увеличивается сальдо притока капитала по каналам государства, в) не дорожает заемный капитал на отечественных рынках (т.е. не происходит «вытеснения частных инвестиций»).

Разделение общей суммы финансирования структурного дефицита между внутренними и внешними источниками – вопрос макроэкономической политики. Распределение же внешнего финансирования между двумя его возможными источниками – вопрос управления «обобщенным долгом» (т.е. обязательствами и активами), который должен решаться, исходя из минимизации рисков и стоимости обслуживания чистого долга, с учетом ситуации на финансовых рынках.

На первый взгляд, при высоких ценах на нефть нет нужды во внешних заимствованиях. Если, например, целевой уровень расходов соответствует доходам бюджета при стоимости нефти 30 долл./барр., то при более высоких ценах такая логика предполагает использование только конъюнктурных доходов. Однако оборотной стороной этого служит необходимость масштабных внешних заимствований при плохой конъюнктуре, которые могут быть проведены только на очень невыгодных условиях. Оптимальная политика определяется тогда соотношением между процентными ставками. Большой разрыв между доходностью инвестирования средств стабфонда и ставкой внешних заимствований правительства служит аргументом в пользу прямолинейной политики заимствований только при падении сырьевых цен. Однако в настоящее время разница между этими ставками как никогда низка, составляя лишь около 1 процентного пункта. Разрыв между ставкой заимствований при хорошей и при плохой конъюнктуре говорит в пользу обратной стратегии – заимствований при высоких ценах. Представляется, что при падении цен на нефть до 20 долл./барр. или ниже рост ставок по российскому внешнему долгу составил бы примерно 1 процентный пункт. Таким образом, нельзя исключить, что, вопреки кажущейся очевидности, в хорошие годы целесообразно занимать, а в плохие полагаться на ранее накопленные средства стабфонда.

Формирование и использование стабилизационного фонда призвано решать задачи не только бюджетной, но и монетарной политики. Для анализа этих вопросов введем показатель «структурное сальдо платежного баланса», определяемый как разность между величинами конъюнктурных доходов и нейтрализации. Фактически он измеряет использование конъюнктурных доходов в экономике на потребление и накопление. Данный показатель, вместе со структурным бюджетным балансом играют ключевую роль в макроэкономической политике, определяя уровень реального обменного курса и (при заданной налоговой системе) величину государственных расходов. Выбор этих параметров должен учитывать три вида ограничений.

Т1. *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. Фактически рассматриваемое требование задает диапазон приемлемых текущих значений реального обменного курса.

Т2. *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. Требование Т2 ограничивает разрыв между размерами КД и нейтрализации и задает предельный (с точки зрения долгосрочной перспективы) уровень реального обменного курса. Если назвать равновесным реальный обменный курс, при котором приток конъюнктурных доходов полностью нейтрализуется денежными властями, то данное требование означает, что реальный обменный курс не должен намного превышать равновесный.

Т3. *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. Так, если приемлемый диапазон текущего реального обменного курса лежит выше его предельного уровня, то основное

ограничение связано с обеспечением долгосрочной устойчивости. Это означает, что текущий курс завышен с точки зрения долгосрочной перспективы либо его уровень можно не принимать во внимание. Если, напротив, предельный курс выше приемлемого диапазона, то доминировать будут не долгосрочные, а текущие ограничения на курсовую политику. Именно такая ситуация наблюдалась до 2004 года[9]: из-за стремления денежных властей сдержать укрепление рубля, его реальный курс был ниже, чем это было необходимо с точки зрения долгосрочной устойчивости. Наконец, требования Т1 и Т2 будут в основном совпадать, если предельный курс лежит внутри диапазона приемлемых значений.

Рассмотренные требования фактически определяют минимальную величину нейтрализации Нт (т.е. оттока капитала по официальным каналам). Действительно, требование Т1 определяет диапазон значений торгового баланса ТБ, поскольку этот показатель однозначно связан с реальным обменным курсом:

$$ТБ_{min} \le ТБ \le ТБ_{max} .$$

Учитывая тождество Нт = ТБ + КЧНТ, отсюда вытекают ограничения на величину нейтрализации:

$$ТБ_{min} + КЧНТ \le Нт \le ТБ_{max} + КЧНТ,$$

где КЧНТ - сальдо потоков капитала частного сектора и неторговых текущих операций.

Требование Т2 задает предельную величину структурного сальдо платежного баланса СС:

$$СС \le СС^*.$$

Действительно, долгосрочная устойчивость курсовой политики требует, чтобы государство было способно компенсировать будущее сокращение конъюнктурных доходов притоком капитала по своим каналам, которое имеет свои пределы. Отсюда, используя определение показателя СС, получаем условие:

$$Нт \ge КД - СС^*.$$

Минимальные размеры нейтрализации $Нт_{min}$ устанавливают ограничения на величину государственных расходов. Действительно, нейтрализация распадается на две части[10]: обеспечиваемая Центральным банком (НБ) и правительством (НП).

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

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

Первый из этих показателей ограничен приростом спроса на деньги при целевой инфляции: НБ ≤ НБМ.

Следовательно, требования Т1, Т2 накладывают ограничения на нейтрализацию за счет правительства (НП):

$$НП = Нт - НБ \geq Нт_{min} - НБМ.$$

Нейтрализация за счет правительства тесно связана с величиной бюджетного баланса (Бал)[10]:

$$НП = Бал + ЧВЗ + ДМВФ,$$

где ЧВЗ – чистые внутренние заимствования, ДВМФ – изменение долга перед МВФ. В ближайшие годы долг перед МВФ не будет изменяться, а чистые внутренние заимствования могут составлять 0,5-1,5% ВВП. Иными словами, размеры нейтрализации будут примерно на 1% ВВП превышать величину баланса расширенного правительства. Тем самым оказывается ограничена сумма бюджетных расходов Р, которая не может превышать величину:

$$Р \leq Д - (Нт_{min} - НБМ - ЧВЗ),$$

где Д – доходы бюджета. Выражение в скобках характеризует ту часть бюджетных ресурсов, которую необходимо использовать, чтобы не допустить укрепления рубля сверх приемлемого уровня.

Существует также взаимная зависимость между долгосрочными требованиями к бюджетной и монетарной политике. Они накладывают ограничения на показатели структурного сальдо платежного баланса (СС) и структурного баланса бюджета (СБ), которые связаны соотношением:

$$СС = (- СБ - ЧВЗ) + (КД – КДБ – НБ),$$

где КДБ – конъюнктурные доходы бюджета. Использование конъюнктурных доходов (равное СС) распадается здесь на два слагаемых: их использование государством (первая скобка в правой части) и остальной экономикой (вторая скобка). Последний показатель определяется как разность между конъюнктурными доходами, не попадающими в бюджет и нейтрализацией за счет мер ЦБ.

Пример использования рассмотренных ограничений дают представленные ниже результаты прогнозных расчетов. При сохранении в ближайшие годы цен на товары российского экспорта и реального обменного курса минимальная нейтрализация за счет мер правительства оценивается для 2007 г. и 2008 г. в 66 и 62 млрд.долл.

соответственно (5-6% ВВП). Это означает, что **при поддержании стабильного реального обменного курса бюджет должен иметь профицит не менее 4% ВВП**.

Соотношение между требованиями может радикально измениться при пересмотре оценки стандартной цены. Так, дальнейшее повышение базовой цены стабфонда сделало бы приемлемым с точки зрения долгосрочной фискальной и монетарной устойчивости увеличение бюджетных расходов и укрепление рубля. Основным сдерживающим фактором тогда может стать ограничение на текущий уровень обменного курса.

ФОРМИРОВАНИЕ СТАБФОНДА

В идеале способ формирования СФ должен обеспечивать максимально полное перечисление в него конъюнктурных доходов бюджета и предотвращать попадание доходов, не связанных с колебаниями внешней конъюнктуры. Чем большая часть КД оказывается в Стабилизационном фонде, тем легче обеспечить устойчивость бюджета в условиях изменчивости внешних условий. С практической точки зрения имеет смысл направлять в СФ доходы от сырьевых товаров при следующих условиях:

- источником КД служат выраженные колебания цен на определенный сырьевой товар,
- данный вид КД вносит ощутимый вклад в доходы экономики или бюджета,
- дополнительные доходы достаточно легко выделить.

В рамках действующей налоговой системы этим требованиям удовлетворяют, прежде всего, НДПИ на нефть, экспортные пошлины на нефть и нефтепродукты и экспортные пошлины на газ. Из этих четырех потенциальных источников формирования СФ в настоящее время в него автоматически перечисляются только два первых налога (для НДПИ перечисляется федеральная доля, составляющая 95% поступлений). Как показано в Таб.1, в настоящее время в СФ направляется 76% КД бюджета. В Таб.3 представлен более детальный расчет вклада различных источников формирования стабфонда. Как и выше, конъюнктурные доходы при базовой цене 27 долл./барр. рассчитаны при соответствующей коррекции «стандартных» цен всех других сырьевых товаров. В качестве «единичного» изменения цены на газ принято 4 доллара за тысячу м.куб., что примерно соответствует росту стоимости нефти на 1 доллар за баррель.

Таким образом, мы можем сделать вывод о неполноте источников формирования стабилизационного фонда: с экономической точки зрения в него следовало бы автоматически перечислять также экспортные пошлины на нефтепродукты и на газ. В этом случае средства, направляемые в стабфонд, существенно (на четверть) возросли бы и составляли 61% от суммарных КД экономики, 87% от КД попадающих в бюджет и 95% от КД федерального бюджета.

Таблица 3. Структура конъюнктурных доходов бюджета из нефтегазового сектора в ожидаемых условиях 2006 года

	Поступления в бюджет (млрд.долл.)		Поступления в стабфонд (млрд.долл.)		Расчетная доля зачисления бюджетных доходов в стабфонд
	При изменении цены на 1 долл./барр. (4 долл./ тыс.м.куб.)	Всего	При изменении цены на 1 долл./барр. (4 долл./ тыс.м.куб.)	Всего	
НДПИ на нефть	0,72	17,4	0,69	16,5	95%
Экспортная пошлина на нефть	1,15	27,6	1,15	27,6	100%
Экспортная пошлина на нефтепродукты	0,23	5,5	0,00	0	0
Налог на прибыль	0,11	2,6	0,00	0	0
Всего по нефтяному сектору	**2,21**	**53,0**	**1,84**	**44,1**	**83%**
Экспортная пошлина на газ	0,21	5,0	-	-	-
Налог на прибыль	0,13	3,1	-	-	-
Всего по газовому сектору	**0,33**	**8,2**	-	-	-
ИТОГО по нефтегазовому сектору	**2,54**	**61,2**	**1,84**	**44,1**	**72%**

БАЗОВАЯ ЦЕНА

При введении в действие механизма СФ базовая цена была установлена на уровне, равном средней цене нефти за предыдущие 10 лет. Однако по своему смыслу

данный показатель должен отражать не прошлое, а ожидаемое в будущем среднее значение цены. Это тем более актуально, что, как свидетельствуют исторические данные, цены на нефть изменяются не хаотично: скорее, достаточно длительные (10-15 лет) периоды высоких и относительно низких цен чередуются между собой. «Стандартный» уровень цен может изменяться под влиянием как объективных факторов (например, растущего роста на сырье и энергию со стороны Китая), так и действий участников рынка (олигопольных поставщиков либо картелей). Соответственно, гипотеза относительно будущего уровня цен должна учитывать и их прошлую динамику, и анализ прогнозных показателей. Опасность ориентации только на наблюдавшиеся в прошлом цены можно проиллюстрировать на таком примере. Предположим, что Стабилизационный фонд создавался бы в 1986 году. Средняя цена на нефть за предыдущие 10 лет (в ценах 2004 года) составляла 55 долл./барр. Установление базовой цены на таком уровне (означающее ориентацию бюджета на соответствующие размеры доходов) привело бы к глубокому бюджетному кризису, поскольку на протяжении следующих 10 лет цены на нефть колебались в диапазоне 19-32 долл./барр., при среднем значении 24 долл./барр. (в два с лишним раза ниже базовой цены!). Не спасает здесь и постоянная коррекция базовой цены по принципу «ползущей средней»: например, установление ее на каждый год на уровне средней за предыдущие 10 лет фактической цены. Так, в период 1986-1990 гг. «ползущая средняя» за последние десять лет превосходила бы текущие цены в среднем на 25 долл./барр.

Повышение базовой цены стабфонда с 20 до 27 долл./барр. многие аналитики рассматривают как «ослабление бюджетной политики». С этим вряд ли можно согласиться: признаком ослабления политики было бы увеличение использования бюджетных доходов от экспорта сырьевых товаров без изменения гипотезы о будущей динамике цен (что увеличило бы величину структурного дефицита). Фактически проведенное повышение базовой цены отражает пересмотр представлений о будущем уровне цен на нефть, вполне обоснованный как прошлой динамикой, так и прогнозами. Согласно большинству последних прогнозов в период до 2010 года цены на нефть будут оставаться достаточно высокими – во всяком случае, не опускаясь ниже 35 долл./барр. В то же время, средняя цена за последние 10 лет (1996-2005 гг.) в ценах 2005 года составила 27 долл./барр. Это дает вполне достаточные основания повысить базовую цену Стабилизационного фонда с 2006 года до 27 долл./барр.

Уже только долларовая инфляция делает целесообразной регулярную коррекцию базовой цены: при нынешних темпах инфляции это требует ее повышения примерно на 0,6 долл./барр. в год. Вместе с тем, должны быть сформулированы ясные принципы определения базовой цены, для того чтобы в будущем она не могла пересматриваться произвольно. Отметим необходимость четкого **разделения двух часто отождествляемых вопросов: дополнительного использования конъюнктурных доходов и повышения базовой цены**. Базовая цена должна иметь объективную основу, отражая только гипотезу относительно уровня цен в предстоящие годы. Повышение оценки стандартных экспортных цен равносильно росту регулярных доходов экономики и бюджета, что позволяет увеличить расходы при том же показателе структурного дефицита. В отличие от этого решение расходовать больше конъюнктурных доходов в период высоких цен повышает целевой показатель структурного дефицита при неизменной величине регулярных доходов.

Имеющиеся долгосрочные прогнозы остаются противоречивыми, что не позволяет пока ставить вопрос о дальнейшем повышении базовой цены стабфонда. Так, Агентство энергетической информации США предсказывает временное снижение в 2010-2015 гг. цен на нефть (в пересчете на «Юралс») до 40 долл./барр. в долларах 2004 года, с последующим их устойчивым ростом[11]. В то же время Всемирный банк ожидает, что уже в будущем году цены на нефть начнут снижаться и к 2015 году упадут до 30 долл./барр.[12]

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СТАБФОНДА

Согласно Бюджетному кодексу средства СФ могут использоваться в двух случаях: при падении цен на нефть ниже базового уровня и при накоплении в стабфонде минимальной суммы 500 млрд.руб. При этом, однако, ничего не говорится ни о том, в каком размере могут использоваться средства в первом случае, ни на какие цели они должны направляться во втором случае.

Начнем с первого вопроса. Отмеченный пробел в законодательстве – отсутствие ограничений на использование средств стабфонда при низких ценах на нефть - можно устранить, указав, что сумма, направляемая из СФ на финансирование

[11] Annual Energy Outlook 2006, US Energy Information Administration, February 2006.
[12] Commodity Prices. World Bank, November 2005.

дефицита бюджета, не должна превышать расчетные конъюнктурные потери доходов (т.е. потери по сравнению с поступлениями при базовой цене). Здесь возможны варианты: компенсировать потери только по тем налогам, которые перечисляются в стабфонд (что представляется наиболее обоснованным подходом), либо по всем налогам. В первом случае размеры финансирования при падении цены на нефть до 20 долл./барр. составили бы в 2006 году 11,4 млрд.долл. (1,2% ВВП), во втором (для федерального бюджета) – 14,9 млрд.долл. (1,6% ВВП). Более гибкая альтернатива состоит в принятии бюджетных правил, устанавливающих ограничения на величину структурного дефицита вместо действующих в настоящее время ограничений на общий дефицит[13]. Такой подход означает, что при высоких ценах допустимый дефицит уменьшается на величину расчетных конъюнктурных доходов бюджета, а при низких ценах - увеличивается на величину конъюнктурных потерь. Следовательно, предельная величина дефицита ставится в зависимость от внешней конъюнктуры. Сопоставление ограничений на дефицит при различных подходах к его установлению и различных условиях приведено в Таб.4. При этом учитывается, что Закон о бюджета на 2006 год предусматривает доходы 20,7% ВВП. Поскольку процентные и инвестиционные расходы оцениваются в 0,8% ВВП и 2,4% ВВП соответственно, Бюджетный кодекс ограничивает в настоящее время дефицит величиной 3,2% ВВП. Мы исходим из того, что эта величина должна ограничивать структурный дефицит.

Как видно из таблицы, при действующих правилах допустимые Бюджетным кодексом расходы растут вместе с увеличением конъюнктурных доходов. При установлении же предельной величины структурного баланса, данное правило ограничивает расходы федерального бюджета величиной 20,3% ВВП, независимо от фактических условий конъюнктуры.

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

Таблица 4. Ограничения на расходы и дефицит федерального бюджета в условиях 2006 года (% ВВП)

Цена на нефть	**Доходы**		**При действующих правилах**		**При ограничении на структурный дефицит**	
	Всего	**Конъюнктурный доход (+) / потери (-)**	**Предельный дефицит**	**Предельные расходы**	**Предельный дефицит[14]**	**Предельные расходы**
20 долл./барр.	15.5	-1.6	3.2	18.7	4.8	20.3
27 долл./барр.	17.1	0	3.2	20.3	3.2	20.3
40 долл./барр.	20.7	3.6	3.2	23.9	-0.4	20.3
50 долл./барр.	23.4	6.3	3.2	26.6	-3.1	20.3

Вопрос об использовании стабфонда после накопления в нем минимальной («страховочной») суммы - распадается на несколько. Прежде всего, нередко высказывается сомнение в том, что при благоприятной конъюнктуре вообще допустимо расходование средств стабфонда. Соответственно тогда теряет смысл установление какой бы то ни было минимальной суммы. Представляется, что определение минимальной суммы оправдано, однако она должна иметь иную интерпретацию.

Выше обсуждался вопрос о взаимозаменяемости между накоплением активов и погашением долга. Однако она не является стопроцентной: принципиальное различие состоит в том, что средства стабфонда полностью ликвидны, т.е. могут быть использованы в любой момент. В период ухудшения конъюнктуры наличие средств в стабфонде позволит компенсировать потери бюджета, тогда как досрочное погашение будущего долга лишь незначительно снижает платежи бюджета конкретно в неблагоприятные годы. Таким образом, установление минимальной «резервной» суммы может рассматриваться как компромисс: она должна гарантировать возможность покрытия потерь, поэтому только средства сверх этой суммы могут использоваться на досрочное погашение долга или замещение новых заимствований. Ниже рассматривается также переходная ситуация, когда функции стабфонда расширяются, частично включая долгосрочное сбережение. Такая ситуация требует разделения средств на две категории: необходимые на случай текущего ухудшения конъюнктуры и сберегаемые на длительный срок. Минимальная сумма определяет тогда размеры первой из этих частей.

[14] Отрицательные значения в этой колонке означают требование исполнять бюджет с профицитом.

Следующий вопрос: достаточна ли установленная минимальная сумма 500 млрд.руб.? И должна ли она вообще определяться в рублях? Поскольку эти средства предназначены для компенсации потерь бюджета в случае падения цен на нефть, необходимо, прежде всего, оценить размеры таких потерь. В Таблице 5 даны расчетные потери бюджетной системы при гипотетическом снижении цены на нефть с 50 до 20 долл./барр. и цены на газ – с 200 долл./тыс.м.куб. до 80 долл./тыс.м.куб. В расчетах не учитывается возможное снижение объемов производства и экспорта при снижении цен.

Таблица 5. Расчетные потери бюджета при снижении цен на нефть и газ

	Бюджет всего	**Федераль-ный бюджет**	**Стабилиза-ционный фонд**	**Федеральный бюджет без учета стабилизационного фонда**		
	Млрд.долл.			**Млрд. долл.**	**Млрд.руб.**	**% ВВП**
2005	73.3	66.6	51.2	15.4	436	2.0%
2006	74.6	68.0	42.2	25.8	714	2.8%
2007	75.7	69.1	43.2	25.9	707	2.4%
2008	76.2	69.5	43.4	26.1	711	2.2%

Приведенные данные свидетельствуют, что, в отличие от предыдущих лет, в ближайший период зависимость бюджетных доходов от мировых цен более устойчива в долларовом выражении, чем в процентах ВВП. При ожидаемом стабильном обменном курсе оказываются стабильными и расчетные потери, выраженные в рублях, однако это справедливо лишь при реализации прогнозных ориентиров инфляции.

Оценка минимальной суммы, обеспечивающей безопасность при неопределенности внешней конъюнктуры, может проводиться двумя способами. Зная вероятность каждого варианта будущей динамики цен на нефть, минимальную сумму следовало бы рассчитывать следующим образом. Выбирается «горизонт планирования» (например, 5 лет) и допустимый уровень риска (в теории вероятности он обычно принимается равным 5%). Страховочная сумма должна обеспечивать тогда на протяжении следующих 5 лет покрытие потерь бюджета от падения цен не менее чем в 95% случаев. Применение построенной в Экономической экспертной группе модели динамики цен на нефть в виде марковского случайного процесса показало, что сформулированным требованиям отвечает минимальная сумма равная

1000 млрд.руб.[15] Альтернативный способ оценки минимальной суммы состоит в расчете потерь для бюджета, которые вызвал бы в ближайшие пять лет худший из фактически наблюдавшихся в прошлом периодов. Таким за последние 30 лет был отрезок с 1995 по 1999 гг., на протяжении которого цены на «Юралс» менялись в диапазоне от 13 до 23 долл./барр. (в долларах 2004 года). При повторении такого периода суммарные потери федерального бюджета составили бы 65 млрд.долл. (1830 млрд.руб.). Таким образом, **минимальную сумму целесообразно установить на уровне не ниже 1000 млрд.рублей.** Подчеркнем, что чем выше базовая цена на нефть, тем большими должны быть размеры «резервной» суммы. Таким образом, одновременно с повышением в 2006 году базовой цены стабфонда следовало увеличить минимальную сумму.

Рассмотрим теперь возможность использования средств в условиях дорогой нефти после накопления минимальной суммы. Можно ли тратить их, как предлагается в последнее время, на инвестиции в инфраструктуру, повышение зарплаты в бюджетном секторе, увеличение социальных выплат, либо на замещение доходов бюджета, выпадающих при снижении налоговой нагрузки? Отметим, что до сих пор только 30 млрд.руб. (1,5% поступлений) средств стабфонда было направлено на текущие расходы. Значительно большая сумма (свыше 23 млрд.долл. – примерно треть поступлений) была направлена на досрочное погашение долга МВФ, Парижскому клубу и Центральному банку. В 2006 году, согласно бюджетному посланию Президента, средства стабфонда могут использоваться только для сокращения государственного долга.

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. Вторая категория подразумевает рост расходов на ограниченное время, например, для проведения структурных реформ.

[15] Расчеты проведены Е.Хотулевым.

Расширение государственных инвестиций может носить долгосрочный либо разовый характер, однако для оказания значимого воздействия на развитие экономики инвестиции должны быть поставлены на поток. Соответственно, использование конъюнктурных доходов на увеличение госинвестиций следует включать в первую категорию.

Допустимость устойчивого расширения структурного дефицита определяется тем, насколько они согласуются с рассмотренными выше требованиями Т1-Т3. Таким образом, увеличение обязательств или сокращение доходов бюджета должно оцениваться с точки зрения текущих и долгосрочных бюджетных и монетарных последствий. 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. Анализ возможностей использования конъюнктурных доходов в среднесрочной перспективе проводится ниже.

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). Отличие состоит в том, что при однократном расходовании укрепление рубля также будет временным: после завершения расходования КД курс вернется на прежнюю траекторию.

Связь дополнительных расходов (либо сокращения налогов) с обменным курсом часто недооценивается. Ясно, что расходование КД означает сокращение нейтрализации за счет правительства и, при прочих равных, приводит к укреплению рубля. Однако распространено мнение, что его можно предотвратить за счет дополнительных валютных интервенций Центрального банка. На самом деле это не так. Во-первых, Центральный банк в последние годы не имел возможности увеличить интервенции без избыточной эмиссии[16]. Во-вторых, - и это главное – макроэкономические последствия расходования конъюнктурных доходов бюджета и

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

покупки валюты Банком России практически погашают друг друга. Их сочетание приводит к тому, что сверх-доходы от дорогого сырья по-прежнему оказываются инвестированы в иностранные активы, с той разницей, что это делает не правительство, а ЦБ.

Таким образом, 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.

Иными словами, любой способ потратить конъюнктурные доходы должен рассматриваться только в сочетании с укреплением рубля. Такое укрепление влечет за собой многочисленные последствия, часть из которых позитивна (растет уровень реальных доходов населения, стимулируется рост неторгуемых секторов экономики, 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 России[17] и других стран[18]. 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**

[17] Дынникова О., Реальный обменный курс и ВВП. Сборник статей "Модернизация экономики России: Итоги и перспективы", М:ГУ- ВШЭ, 2003.
[18] См., например, Krugman P., L.Taylor. Contractionary Effects of Devaluation. Journal of International Economics, 8, 1978.

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? Экономически обоснованные правила управления СФ существенно зависят от характера колебаний внешней конъюнктуры и полноты информации о ее динамике. 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 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. Предположим, что средства стабфонда используются только на компенсацию колебаний конъюнктуры. Тогда, даже если новая стандартная цена на нефть будет составлять 27 долл./барр., ранее накопленные средства никогда не будут востребованы полностью, т.е. будут лежать «мертвым грузом». Аналогичный результат будет получен, если фонд начинает накапливаться в период «сырьевого бума» - однократного резкого взлета цен на сырьевые товары. В такой ситуации вполне допустимо расходование накопленных средств стабфонда свыше правильно установленной минимальной суммы, если оно не противоречит требованиям Т1-Т3. **Иными словами, в настоящее время представляется возможным направлять средства стабфонда сверх 1000 млрд.руб. на временное увеличение расходов, если считать допустимым связанный с этим рост реального обменного курса.**

ИНВЕСТИРОВАНИЕ СРЕДСТВ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА

Допустимая скорость укрепления рубля накладывает достаточно жесткие ограничения на расходование средств стабфонда. По оценке автора, дополнительное расходование 100 млрд.руб. требует снижения курса доллара на 1 рубль. Ясно, что в ближайшие годы дополнительные расходы заведомо не могут выйти за пределы 10 млрд. долларов в год. 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.

Постановление правительства об инвестировании средств стабфонда[19] ограничивает их размещение государственными облигациями 14 стран с высшим кредитным рейтингом. Тем самым надежности и ликвидности сбережений отдано несомненное предпочтение перед доходностью. Этот принцип, вполне оправданный для резервной суммы выглядит излишне строгим в ситуации, когда сбережения намного превышают минимальную сумму. Целесообразно разделить общую сумму СФ на две части: минимальную резервную 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.

[19] Постановление Правительства РФ от 30.09.2004 N508 "О порядке управления средствами Стабилизационного фонда Российской Федерации"

ПРОГНОЗНЫЕ СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ НА 2006-2008 ГОДЫ

Рассмотрим возможные варианты макроэкономической политики в ближайшие годы (2006-2008 гг.). Этот период отмечен несколькими важными особенностями:

- Базовая цена формирования стабфонда повышена до 27 долл./барр. Это, по экономической логике, требует также коррекции «стандартных» цен на другие сырьевые товары. Таким образом, модифицируется определение всех конъюнктурных доходов.
- 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)[20].

Для того чтобы исключить поначалу эффект колебаний внешней конъюнктуры рассмотрим сценарий, предполагающий стабилизацию мировых цен на сырье на уровне 2005 года и постепенное увеличение притока капитала в частный сектор. В соответствии с прогнозом Банка России[21] предполагается, что тенденция роста отрицательного сальдо баланса доходов и текущих трансфертов сменится его стабилизацией. Динамика добычи и экспорта нефти и газа, а также динамика ВВП брались из прогноза Министерства экономического развития и торговли от 30.12.2005[22]. При расчете конъюнктурных доходов в качестве «стандартной» принималась цена на нефть 27 долл./барр.[23], а цены других сырьевых товаров приводились в соответствие с этим новым базовым уровнем с помощью упоминавшихся выше регрессионных зависимостей от цен на нефть.

Первый сценарий предполагал поддержание равновесного обменного курса – т.е. точное равенство размеров нейтрализации избыточному притоку валюты: Нт = КД. Для того чтобы определить возможный вклад правительства и ЦБ в нейтрализацию, далее рассчитывалась предельная величина нейтрализации за счет

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

[21] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год. Банк России, 2005.

[22] www.economy.gov.ru

[23] Для сопоставимости результатов эта цена бралась в качестве базовой и для 2005 года.

мер Центрального банка. Для этого, исходя из прогнозируемого прироста спроса на деньги при целевой инфляции, определялось максимальное изменение чистых международных резервов (ДЧМР) в составе денежной базы:

$$СД_{t+1} = Y^*_{t+1} / v_{t+1}$$

$$ДБ^*_{t+1} = СД_{t+1} / \mu$$

$$ДЧМР_t = ДБ^*_{t+1} - ДБ_t,$$

где СД, ДБ, ДБ*, Y*, v, μ обозначают соответственно: спрос на деньги, денежную базу, предельную величину денежной базы, ВВП при целевой инфляции, скорость обращения денег и денежный мультипликатор. Вслед за Центральным банком[24] мы исходим из того, что процесс снижения скорости обращения денег будет замедляться. При этом чем сильнее окажется укрепление рубля, тем более выраженным будет снижение скорости. Мы считали, что элементы денежной базы «чистый кредит банковской системе» и «прочие неклассифицированные активы» не будут существенно меняться (как это фактически было в 2005 году). Пределы валютных интервенций ЦБ (не стерилизованных мерами правительства) НБМ равны тогда максимальному изменению денежной базы, пересчитанному в долларовое выражение[25]:

$$НБМ = ДЧМР_t / ОК_{t,}$$

где $ОК_{t,}$ - среднегодовой обменный курс. После этого (исходя из того, что ЦБ полностью использует свои возможности сдерживать укрепление рубля) определялись размеры нейтрализации за счет мер правительства: НП = Нт - НБМ.

При прогнозировании платежного баланса мы условно считали, что операции государства с капиталом в основном ограничиваются погашением государственного долга по графику. Мы не рассматривали возможность досрочного погашения долга, поскольку с макроэкономической точки зрения это не имеет принципиальных отличий от накопления средств в стабфонде[24].

Основные результаты прогнозных расчетов представлены в Таблицах 6-7.

[24] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год. Банк России, 2005.

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

Таблица 6. Прогноз на 2006-2008 годы при стабильных мировых ценах и равновесном обменном курсе (млрд.долл.)

		2005	2006	2007	2008
	Основные макроэкономические показатели				
1	КД всего	85	86	88	89
2	КД бюджета	66	67	67	68
3	КД экономики не попадающие в бюджет (3 = 1 - 2)	19	19	20	21
4	Поступления в стабфонд	42	44	45	45
5	КД бюджета не попадающие в СФ (5 = 2 - 4)	24	23	23	23
6	Всего нейтрализация (6 = 1)	86	86	88	89
7	Расчетные пределы нейтрализации за счет мер ЦБ	18	15	13	11
8	Требуемая нейтрализация за счет мер правительства (8 = 6 - 7)	68	70	75	77
9	*Цена на нефть "Юралс" (долл./барр.)*	*50,6*	*50,6*	*50,6*	*50,6*
10	*Изменение реального эффективного курса рубля (декабрь к декабрю), %*	*10,5%*	*-0,1%*	*-3,7%*	*-4,1%*
	Показатели платежного баланса[26] (млрд. долл.)				
11	Счет текущих операций	87	79	76	73
12	Торговый баланс	120	110	107	105
13	Экспорт	245	253	259	265
14	Импорт	-125	-143	-152	-160
15	Сальдо нефакторных услуг	-15	-16	-16	-17
16	Баланс доходов и текущих трансфертов	-19	-15	-15	-15
17	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-25	-5	3	6
18	Государство	-25	-12	-9	-10
19	Частный сектор (включая ошибки и пропуски)	0,4	7	12	16
20	Изменение валютных резервов	-62	-74	-79	-79
21	*"Структурное сальдо платежного баланса"*	*-1,7*	*0*	*0*	*0*

Полученные результаты позволяют сделать следующие выводы:

- Политика полной нейтрализации конъюнктурных доходов приводит, начиная с 2007 года, к ослаблению рубля. Это объясняется резким замедлением

[26] Значения со знаком «+» соответствуют притоку валюты, со знаком «-» оттоку.

физического объема экспорта нефти. Таким образом, ограничения на использование конъюнктурных доходов, связанные с нежелательностью быстрого укрепления рубля, постепенно ослабляются: даже поддержание стабильного реального обменного курса требует все меньших масштабов нейтрализации.

- КД, не попадающие в бюджет, увеличиваются с 19 до 21 млрд. долл., тогда как возможности нейтрализации за счет мер ЦБ сокращаются. Тем самым задача нейтрализации все в большей степени должна перекладываться на бюджет,
- В стабфонд ежегодно поступает примерно 45 млрд.долл. Не попадающие в стабфонд КД бюджета стабильно составляют примерно 23 млрд. долл. в год,
- Требуемая нейтрализация за счет правительства превышает поступления в стабфонд на 25-30 млрд.долл. в год.

Далее были рассмотрены альтернативные сценарии, исходящие из целевой динамики реального обменного курса. Второй сценарий предполагал, что рубль укрепляется в меру роста эффективности экономики (характеризуемой производительностью труда). Согласно прогнозу Минэкономразвития это означает укрепление рубля на 6% в год. В третьем сценарии предполагалось сохранение достигнутого в 2005 году уровня реального обменного курса. В совокупности три построенных сценария дают оценку пределов, в которых могут лежать параметры макроэкономической политики.

Для каждого сценария рассчитывался торговый баланс, соответствующий заданным уровням реального обменного курса. Добавляя прогнозные значения сальдо потоков капитала частного сектора и неторговых текущих операций (КЧНТ), мы, в силу тождества Нт = ТБ + КЧНТ, получаем требуемые суммарные размеры нейтрализации (Нт). Отклонение этой величины от фактических конъюнктурных доходов дает расчетные масштабы их использования (характеризуемые показателем «структурное сальдо платежного баланса»). Далее требуемая величина нейтрализации сопоставлялась с возможностью ее проведения за счет мер Центрального банка (без инфляционных последствий) и поступлений в Стабилизационный фонд. Избыточная потребность в нейтрализации (ИПН) показывает, что необходимо сберегать больше средств, чем их поступает в стабфонд (как это было в 2005 году). Если же данный показатель отрицателен, то, напротив, часть средств стабфонда может расходоваться.

Для того чтобы оценить, как скажется на прогнозных показателях изменение внешней конъюнктуры, далее для второго и третьего сценария рассчитывалась «критическая цена». Ее определение учитывает, что снижение цен на нефть и другие сырьевые товары уменьшает величину конъюнктурных доходов и, тем самым, необходимые размеры нейтрализации. Одновременно сокращаются (но в меньшей степени) поступления в стабфонд. Следовательно, чем дешевле стоит нефть, тем больше шансов на то, что для достижения целей курсовой политики достаточно нейтрализации за счет мер ЦБ и стабфонда. Иными словами, если фактическая цена на нефть ниже «критической», то часть средств стабилизационного фонда можно использовать внутри страны, не вступая в противоречие с задачами курсовой политики. Эти средства могут быть потрачены либо инвестированы во внутренние активы. Если же оказывается, что фактическая цена на нефть выше равновесной, то для достижения желаемой курсовой динамики требуется использовать на нейтрализацию сумму, даже превышающую перечисления в стабфонд.

Критическая цена (ЦК) находится из соотношения:

$$ЦК = Ц - ИПН / (К – С),$$

где Ц – цена, принятая при построении прогноза, К, С – дополнительные конъюнктурные доходы и поступления в стабфонд при повышении цен на нефть на 1 долл./барр. и соответствующем изменении других сырьевых цен.

Полученные результаты приведены в Таб. 7. 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.

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. Критическая цена на нефть, позволяющая расходовать средства стабфонда либо инвестировать их в российские активы, в этом

варианте заметно выше чем в предыдущем: 46 долл./барр. в 2007 году и 56 долл./барр. в 2008 году.

Таблица 7. Расчет размеров нейтрализации при целевой динамике реального эффективного обменного курса

	2005	2006	2007	2008
Укрепление рубля в меру роста производительности				
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
"Структурное сальдо платежного баланса" (млрд.долл.)	-2	8	20	34
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
Критическая цена на нефть (дол./барр.)	28,5	37,1	46,4	56,0
Стабилизация реального обменного курса рубля				
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
"Структурное сальдо платежного баланса" (млрд.долл.)	-2	0	6	13
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
Критическая цена на нефть (дол./барр.)	28,5	29,9	33,6	37,5

Полученные выводы во многом зависят от сделанных предположений о капитальных потоках и других элементах платежного баланса. Если приток частного капитала окажется меньшим, чем мы предполагали, то те же ориентиры курсовой политики будут достигаться при большем использовании конъюнктурных доходов.

Вместе с тем необходимо учитывать, что построенные сценарии основаны на ориентирах изменения текущего обменного курса. Однако, если рассматривать не

разовые расходы, а увеличение постоянных обязательств, необходимо также принимать во внимание требования долгосрочной устойчивости. С этой точки зрения опасно допускать слишком значительное сальдо платежного баланса или чрезмерный структурный дефицит. Ведь в случае падения цен на сырьевые товары резко снизятся торговое сальдо и доходы бюджета. Следовательно, либо денежные власти смогут компенсировать потери экспортных доходов, либо произойдет девальвация. Аналогично, выпадающие доходы бюджета должны быть компенсированы расширением заимствований, сокращением расходов или повышением налогов (что может оказать негативное воздействие на экономику, как и девальвация). Потери могут быть компенсированы из ранее накопленных средств стабфонда и золотовалютных резервов, однако это помогает решить проблему лишь на время. Таким образом, использование конъюнктурных доходов экономикой в целом и бюджетом ограничено возможными размерами внешних и внутренних заимствований правительства. Учитывая предельные размеры структурного дефицита (2-2,5% ВВП) и приведенное выше соотношение между сальдо платежного баланса (СС) и величиной структурного баланса (СБ), мы можем оценить тогда, что в 2008 году сальдо платежного баланса не должно превышать 35 млрд.долл. Таким образом, независимо от того, какое укрепление рубля мы считаем приемлемым, использование конъюнктурных доходов может носить лишь ограниченные размеры – сценарий с укреплением рубля в меру роста производительности труда к 2008 году фактически выходит на предел их использования. При этом, как видно из таблицы 7, возможности использования средств стабфонда остаются минимальными.

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. При этом, как и выше, мы рассматриваем лишь ограничения на бюджетные расходы. Целесообразные размеры расходов в этих пределах - предмет экономической политики.

Выводы

- В настоящее время в стабилизационный фонд попадает примерно половина всех конъюнктурных доходов экономики и 70% КД бюджета.
- Необходимо разделять два часто отождествляемых вопросов: дополнительное использование конъюнктурных доходов и повышения базовой цены. Базовая цена должна иметь объективную основу, отражая только гипотезу относительно уровня цен в предстоящие годы.
- Минимальную сумму целесообразно установить на уровне не ниже 1000 млрд.рублей.
- Расходование средств стабилизационного фонда либо их инвестирование в российские активы возможно, только если оно сопровождается дополнительным укреплением рубля. Попытки сделать это без укрепления рубля приводят только к росту инфляции, сводящему на нет увеличение расходов.
- 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.