

Российская Федерация. Документ по отдельным вопросам

Настоящий документ по отдельным вопросам по Российской Федерации был подготовлен группой сотрудников Международного Валютного Фонда в качестве справочного документа для периодических консультаций с этим государством-членом. В нем использована информация, имевшаяся на момент завершения его подготовки 4 августа 2011 года. В документе изложены взгляды указанной группы сотрудников, которые не обязательно отражают точку зрения правительства Российской Федерации или Исполнительного совета МВФ.

В соответствии с политикой опубликования докладов персонала и других документов МВФ допускается возможность изъятия информации, способной повлиять на поведение рынка.

Экземпляры названного доклада можно получить по адресу:

International Monetary Fund • Publication Services

700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431

Телефон: (202) 623-7430 • Факс: (202) 623-7201

Электронная почта: publications@imf.org Интернет: <http://www.imf.org>

Цена: 18,00 долларов США за один экземпляр

**Международный Валютный Фонд
Вашингтон, округ Колумбия, США**

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Отдельные вопросы

Подготовили: Чарлин Гаст, Дэйвид Хофман, Дайенг Ким, Нандака Молагода
и Дарья Захарова (все из ЕВР)

Утверждено Европейским департаментом

4 августа 2011 года

Содержание	Стр.
I. Опережающие индикаторы инфляции в России	5
A. Введение	5
B. Базовая инфляция	6
C. Прогнозирование инфляции: модель опережающих индикаторов	15
D. Выводы для политики	20
 Вставки	
1. Базовый индекс потребительских цен в отдельных странах	8
 Рисунки в тексте	
1. Инфляция ИПЦ, подход на основе постоянных весов	12
2. Инфляция ИПЦ, подход на основе постоянных стандартных отклонений	12
3. Темпы базовой инфляции, темп за 12 месяцев	14
4. Темпы базовой инфляции, месячный темп	14
5. Ретроспективные прогнозы на 12 месяцев	18
6. Ретроспективные прогнозы на 6 месяцев	18
7. Прогнозы инфляции на 2011 год	19
8. Прогнозы инфляции на 2011 год с учетом глобальных допущений ПРМЭ относительно цен на продукты питания	20
 Приложение	
I. Статистические характеристики компонентов ИПЦ и метод усеченной средней	21
 Литература	23
 II. Совершенствование основы денежно-кредитных операций Центрального банка Российской Федерации	24
A. История вопроса и обоснование	24
B. Существующая основа	26
C. Проблемы, связанные с существующей основой	28
D. Совершенствование основы	31
E. Улучшение основы при ужесточении политики	35
F. Дополнительные меры политики: регулирование притоков капитала	38

Приложение	
I. Инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации — предлагаемое упрощение	40
Литература	41
III. Индекс финансовых условий для России	
A. Введение	41
B. Методология	43
C. Построение ИФУ по России	43
D. Результаты оценки и ИФУ	45
E. ИФУ и ИДКУ	49
Литература	50
IV. Укрепление налогово-бюджетных основ в России	
A. Резюме	51
B. Введение	52
C. Оптимальная практика	53
D. Как соотносятся текущие налогово-бюджетные основы в России с оптимальной практикой	66
E. Рекомендуемые меры по совершенствованию основ	71
Вставки	
1. Автоматические стабилизаторы	54
2. Роль ССОБ в управлении неопределенностью поступлений от нефти	59
3. Долгосрочные фискальные риски в России	62
4. Налогово-бюджетные правила. Правило МПДН и правило цены на нефть	63
5. Альтернативные спецификации для якоря долгосрочной налогово-бюджетной политики в России	64
6. Нефтяные фонды России	67
7. Пополнение Резервного фонда	74
Рисунки	
1. Традиционные и нефтяные налогово-бюджетные показатели, 2004–10	57
Таблицы	
1. Оптимальная практика и основы бюджета в России	68
2. Некоторые примеры международного опыта	71
Приложение	
I. Модель постоянного дохода от нефти (МПДН) для России	76
Литература	80

V. Благоприятен ли для роста бюджет России на 2011–2013 годы?.....	82
A. Введение.....	82
B. Модель.....	83
C. Влияние на рост бюджета на 2011–2013 годы и альтернативный пакет мер консолидации.....	86
D. Последствия дальнейшей консолидации	86
E. Выводы и рекомендации.....	94
Вставки	
1. Налогово-бюджетные инструменты в ГИМФ.....	85
2. Роль доверия в ГИМФ	86
Таблицы	
1. Меры консолидации в бюджете на 2011–2013 годы	87
2. Меры консолидации в бюджете на 2011–2013 годы по инструментам ГИМФ.....	87
3. Потенциальная бюджетная экономия	92
4. Дополнительные меры бюджетной консолидации по инструментам ГИМФ для достижения целевого показателя нефтегазового дефицита.....	93
Приложение	
I. Результаты расчетов по модели.....	96
References	104

I. ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ¹

Центр тяжести денежно-кредитной политики в России смещается в сторону таргетирования инфляции. В настоящем документе разрабатываются два различных, но тесно взаимосвязанных аналитических инструмента, которые должны способствовать принятию решений денежно-кредитной политики: метод усеченной средней базовой инфляции и модель опережающих индикаторов (МОИ) для прогнозирования инфляции. Показатель усеченной средней базовой инфляции позволяет лучше отслеживать трендовую инфляцию в России и является менее волатильным, чем показатель базовой инфляции, используемый Федеральной службой государственной статистики Российской Федерации (Росстатом). Этот показатель базовой инфляции указывает на то, что резкий прирост общего уровня инфляции в последнее время не полностью обусловлен шоками цен на продукты питания, поскольку налицо также общее инфляционное давление. В МОИ выделяется группа опережающих индикаторов, которые наилучшим образом аппроксимируют динамику общего уровня инфляции и базовой инфляции в России в 2003–2011 годы. Модель показывает, что общий уровень инфляции тесно связан с прошлыми изменениями широкой денежной массы и цен на продукты питания. Эти результаты показывают, что в конце 2011 года инфляция будет оставаться далеко за пределами целевого диапазона ЦБР, составляющего 6–7 процентов.

A. Введение

1. **Центр тяжести денежно-кредитной политики в России смещается в сторону низкой и стабильной инфляции.** Подобно многим другим центральным банкам, на Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ) возложено решение нескольких задач — обеспечение устойчивого валютного курса, низкой инфляции и, на практике, поддержание высоких темпов экономического роста². Эти задачи может быть трудно решить одновременно, если использовать только инструменты денежно-кредитной политики. При возникновении конфликтов в политике в последние несколько лет целевой показатель инфляции нередко нарушался ради достижения других целей. Однако в последнее время наблюдался заметный сдвиг в направленности денежно-кредитной политики в сторону большей гибкости валютных курсов и более твердой приверженности таргетированию инфляции. В связи с переходом к полномасштабному таргетированию инфляции в настоящей главе

¹ Подготовили Дайенг Ким и Нандака Молагода.

² Согласно Конституции Российской Федерации (статья 75), основной функцией ЦБ РФ является «защита и обеспечение устойчивости рубля». Цели политики ЦБ РФ также предусмотрены Федеральным законом «О Центральном банке Российской Федерации» и другими федеральными законами. Хотя в явном виде это не отражено в законодательстве, на практике денежно-кредитная политика ЦБ РФ также направлена на поддержание темпов экономического роста.

проводится два различных, но тесно взаимосвязанных анализа базовой инфляции и прогнозирования инфляции в России.

2. **В частности, в настоящей главе ставится задача разработать набор опережающих индикаторов инфляции.** Поскольку денежно-кредитная политика воздействует на инфляцию с продолжительными и переменными лагами, центральные банки должны учитывать изменения инфляции в будущем, с тем чтобы обеспечить реализацию намеченных эффектов от решений политики в должное время. В этой связи определение устойчивой эмпирической связи между текущими данными и будущей (трендовой) инфляцией будет способствовать принятию обоснованных решений денежно-кредитной политики. Оставшаяся часть настоящей главы построена следующим образом. В разделе В предлагается новый показатель базовой инфляции, который позволяет оценивать трендовый компонент месячной инфляции с использованием данных в реальном масштабе времени. В разделе С представлены краткосрочные прогнозы инфляции в России, полученные при помощи МОИ. В заключительном разделе D приводится ряд выводов для политики.

В. Базовая инфляция

3. **Базовая инфляция призвана служить хорошим индикатором трендовой инфляции и жизнеспособным целевым показателем для денежно-кредитной политики.** Показатель базовой инфляции обычно сглаживает временные колебания цен, выявляя трендовый компонент инфляции. Показатели базовой инфляции, позволяющие директивным органам распознавать временные или потенциально вводящие в заблуждение колебания, могут служить руководством для определения направления денежно-кредитной политики. Кроме того, поскольку временные колебания цен часто вызываются факторами вне денежно-кредитной сферы, в целом считается, что базовая инфляция лучше поддается контролю со стороны органов денежно-кредитного регулирования, чем общий уровень инфляции. Учитывая эти преимущества, базовая инфляция тщательно отслеживается и часто используется центральными банками в качестве неявного целевого показателя денежно-кредитной политики.

4. **Показатель базовой инфляции также может способствовать повышению эффективности политики, предоставляя полезное средство для прозрачных контактов с общественностью.** Базовая инфляция может помочь разъяснить, почему директивные органы реагируют или не реагируют на колебания общих уровней инфляции. Кроме того, публикуемые сообщения, в которых используется показатель базовой инфляции, должны направлять внимание общественности на трендовую инфляцию, приводя центр внимания общественности в соответствие с центром внимания органов денежно-кредитного регулирования. Это имело бы большое значение для России: учитывая весьма устойчивую инфляцию в прошлом, для успешного таргетирования инфляции потребовалось бы зафиксировать инфляционные

ожидания. В той мере, в которой акцент на базовую инфляцию позволяет уменьшить передачу воздействия временных шоков на инфляционные ожидания, можно было дополнительно понизить изменчивость инфляции.

5. Основная цель настоящего раздела заключается в разработке оценки трендовой инфляции с использованием данных «в реальном масштабе времени». Поскольку временно действующие силы могут быть поняты только задним числом, реальный тренд инфляции не может быть с определенностью выявлен иначе, чем постфактум. Для расчета базовой инфляции как оценки трендовой инфляции, отражающей условия конкретных стран, используются различные методологии. Существует три вида показателей базовой инфляции, различающиеся тем, каким образом сглаживаются волатильные изменения цен.

- *Метод исключения:* базовый ИПЦ этого типа исключает предварительно определенный перечень компонентов ИПЦ — как правило, волатильные (и сезонные) цены на продукты питания и энергоресурсы. Некоторые центральные банки исключают «регулируемые» цены на услуги, в зависимости от обстоятельств конкретных стран.
- *Метод усеченной средней:* базовый ИПЦ этого типа исключает часть самых крайних изменений цен на обоих краях (хвостах) структурного распределения цен. Этот метод основан на той же идее, что и метод исключения, в том смысле, что он отсекает более волатильные краткосрочные колебания цен. Однако, в отличие от предыдущего метода, усечение носит чисто статистический характер, и отсекаемые компоненты ИПЦ меняются с течением времени.
- *Метод скользящей средней:* базовый ИПЦ этого типа рассчитывается как скользящее среднее значение месячных общих темпов инфляции за прошлые периоды.

6. Методы оценки и использование показателей базовой инфляции различаются от страны к стране. Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации (Росстат) составляет показатель базовой инфляции, используя метод исключения, и публикует его ежемесячно наряду с общим уровнем инфляции. В настоящее время метод исключения используется более широко, чем два других метода, так как он является более прозрачным и его легче разъяснить общественности. Однако метод усеченной средней также широко используется для целей анализа и проверки устойчивости показателей базовой инфляции (вставка 1).

Вставка 1. Базовый индекс потребительских цен в отдельных странах

Росстат рассчитывает базовый ИПЦ, исключая из общего индекса предварительно установленный перечень товаров и услуг — фрукты и овощи, топливо и регулируемые цены на услуги. В корзине ИПЦ 2005 года доля исключенных статей составляла 21 процент. Темп базовой инфляции публикуется ежемесячно наряду с общим уровнем инфляции и его разбивкой на продовольственные товары, непродовольственные товары и услуги. Целевой показатель ЦБР по инфляции на конец года устанавливается в отношении общего уровня инфляции.

Центральный банк Бразилии оценивает базовую инфляцию методом усеченной средней, исключая 20 процентов весов из обоих хвостов распределения, что позволяет получить наилучшую аппроксимацию с центрированным за 13 месяцев скользящим средним значением месячной инфляции. Показатели базовой инфляции публикуются в ежеквартальном отчете по инфляции.

Банк Канады (БК) рассчитывает базовую инфляцию, исключая из общего индекса цены на продукты питания и энергоресурсы, а также эффект изменений косвенных налогов. Хотя официальные целевые показатели инфляции представляются в виде общего уровня ИПЦ, при практическом применении целевых показателей Банк Канады явным образом опирается на базовую инфляцию. Хотя официально метод усеченной средней не принят, он также используется для проверки устойчивости и аналитических целей.

Центральный банк Турции публикует два показателя базовой инфляции в своем ежеквартальном отчете по инфляции. Показатели базовой инфляции рассчитываются с использованием метода исключения и называются базовыми «Н» или «I», в зависимости от исключаемых статей. Показатель базовой инфляции «Н» исключает переработанные продукты питания, энергоресурсы, алкогольные напитки, табачные изделия и золото; показатель базовой инфляции «I» исключает более широкий перечень продуктов питания, чем показатель базовой инфляции «Н». Другие методы, в том числе метод усеченной средней, используются для проверки устойчивости.

Федеральная резервная система США составляет базовый индекс цен расходов на личное потребление (РЛП), исключая волатильные и сезонные цены на продукты питания и энергоресурсы из индекса цен РЛП, который является общенациональным индикатором среднего прироста цен по всему внутреннему личному потреблению. Некоторые Федеральные резервные банки используют метод усеченной средней (Даллас) или метод скользящей средней (Нью-Йорк) для расчета базовой инфляции.

К числу других центральных банков, которые рассчитывают базовую инфляцию, исключая цены на продукты питания и энергоресурсы, относятся Европейский центральный банк, Резервный банк Индии и Банк Кореи.

7. Использование метода усеченной средней для расчета показателя базовой инфляции имеет ряд важных преимуществ. Учитывая долговременные изменения относительных цен волатильных и сезонных товаров (например, продуктов питания), метод усеченной средней обеспечивает близость динамики оцениваемой базовой инфляции с трендовым общим уровнем инфляции. Это отличает его от метода

исключения, при котором возможны постоянные разрывы между трендовой инфляцией и базовой инфляцией³. Кроме того, метод усеченной средней гибко учитывает асимметрию структурного распределения цен. Притом что типовое структурное распределение изменений цен компонентов смещено вправо, это означает, что общий уровень инфляции, как правило, подвергается большему влиянию со стороны крайних положительных изменений цен, — асимметричное отсечение крайних значений обеспечило бы большую гладкость базовой инфляции, чем метод скользящей средней, который неявно предполагает симметричность крайних изменений цен.

	Преимущества	Недостатки
Метод исключения	Простота расчета, легкость понимания и разъяснения (например, базовая инфляция = общий уровень инфляции без учета цен на продукты питания).	Может не позволять исключать некоторые компоненты с высокой волатильностью, опуская при этом часть полезной информации. Будет наблюдаться постоянный разрыв с трендовой инфляцией при долговременных изменениях относительных цен исключенных статей.
Метод усеченной средней	Максимальное использование информации и меньше возможностей для дискреционных действий. Критерии усечения будут определяться как оптимальное решение.	Более сложен для расчета, понимания и разъяснения.
Метод скользящей средней	Простота расчета. Прозрачность.	Носит ретроспективный характер или может использоваться только постфактум. Может быть более волатильным, чем трендовая инфляция, в случае асимметрии структурного распределения цен.

³ При долговременном повышении (снижении) цен на продукты питания показатель базовой инфляции, рассчитанный на основе метода исключения, будет занижать (завышать) оценку трендовой инфляции.

Данные и методология⁴

8. **В настоящем документе проводится оценка базовой инфляции в России на основе метода усеченной средней.** Для оценки используются дезагрегированные компоненты ИПЦ и соответствующие веса за период с января 2005 года по май 2011 года. Применительно к базисным случаям используются сезонно скорректированные ряды данных, и эти сезонно скорректированные ряды данных рассматриваются также при проверке устойчивости⁵. Сезонные корректировки проводятся с использованием программы X12-ARIMA.

9. **В частности, в настоящем документе используются два метода усечения, которые, как оказывается, дают схожие результаты.**

- *Подход на основе постоянных весов* исключает крайние значения определенного процента весов из каждого хвоста структурного распределения цен 46 компонентов ИПЦ в каждом месяце. Поскольку типовое распределение цен асимметрично, отсекаемые веса не обязательно должны быть симметричными.
- *Подход на основе стандартных отклонений* исключает крайние значения с определенным стандартным отклонением от среднего значения в каждый месяц. Это усечение также не обязано быть симметричным.

Поскольку эти методы усечения исключают наиболее волатильные изменения цен за каждый месяц, перечень исключаемых компонентов ИПЦ меняется ежемесячно. Кроме того, в отличие от подхода на основе постоянных весов, при котором веса исключенных компонентов постоянны на протяжении всего периода выборки, веса, исключаемые в рамках подхода на основе стандартных отклонений, меняются ежемесячно. Благодаря этой гибкости подход на основе стандартных отклонений отсекает меньше информации, чем другой подход, для получения гладкого показателя базовой инфляции.

⁴ Технические детали приведены в приложении 1.

⁵ Сезонные корректировки отдельных индексов цен могут быть избыточными, так как метод усеченной средней также исключает сезонные эффекты. Как и предполагается, сезонные корректировки индексов цен компонентов уменьшают общее число отсекаемых статей. Однако сезонные корректировки практически не влияют на оцениваемую базовую инфляцию, и по этой причине в настоящем документе представлены только базисные случаи.

	Компоненты, исключаемые в каждый месяц	Веса исключаемых компонентов
Подход на основе постоянных весов	Переменные	Постоянные
Подход на основе стандартных отклонений	Переменные	Переменные

10. **Точки отсечения выбираются таким образом, чтобы минимизировать среднеквадратичное расстояние между усеченной средней и трендовой инфляцией.** Представительной переменной трендовой инфляции является центрированное за 24 месяца скользящее среднее значение сезонно нескорректированных месячных темпов инфляции⁶. Как показано на рисунках 1 и 2, центрированная скользящая средняя является достаточно устойчивой, а усреднение за более продолжительный отрезок времени практически не влияет на оптимальные точки отсечения.

Результаты оценки

11. **Подход на основе постоянных весов отсекает 23 процента весов из правого хвоста распределения и 41 процент из левого хвоста распределения.** В соответствии с вышеизложенным, к числу «наиболее часто исключаемых» компонентов за период выборки относятся продукты питания, энергоресурсы и услуги, предоставляемые по регулируемым ценам (такие как фрукты и овощи, яйца, сахар, бензин и пассажирский транспорт). При этом из левого хвоста распределения часто исключаются также средства и услуги передачи информации, что, возможно, отражает эффекты быстрого технического прогресса и более интенсивной конкуренции.

12. **Показатель базовой инфляции, рассчитанный при помощи подхода на основе постоянных весов, позволяет сделать вывод о том, что начиная с августа 2010 года трендовая инфляция значительно повышалась (рис. 1).** После существенного снижения с 14,5 процента в марте 2009 года до 5,3 процента в июле-августе 2010 года 12-месячный темп базовой инфляции постепенно повысился до 8,2 процента в мае 2011 года. Этот прирост базовой инфляции является менее разительным, чем повышение общего уровня инфляции с 5,4 процента в июле 2010 года до 9,6 процента в мае 2011 года. Однако очевидная тенденция к повышению базового показателя указывает на то, что ускорение общей инфляции не было полностью обусловлено шоками предложения в отношении цен на продукты питания.

⁶ Центрированная за 24 месяца скользящая средняя за любой данный месяц представляет собой среднее значение темпа инфляции за этот месяц, в совокупности с темпами инфляции в предыдущие 12 месяцев и соответствующими темпами в последующие 12 месяцев.

Рисунок 1. Инфляция ИПЦ, подход на основе постоянных весов

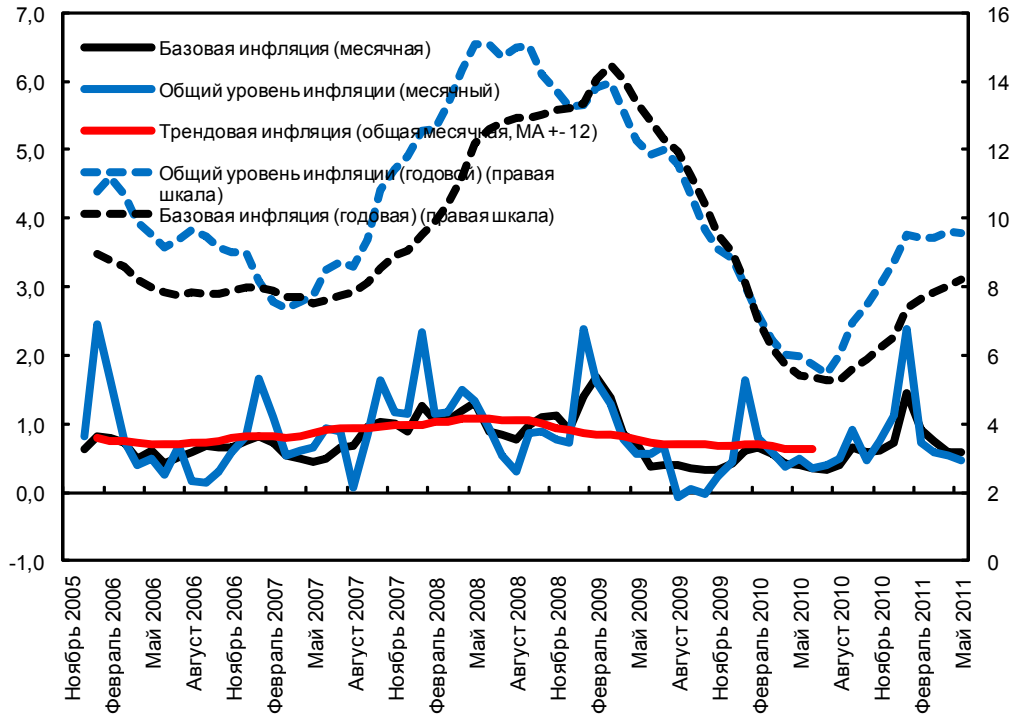
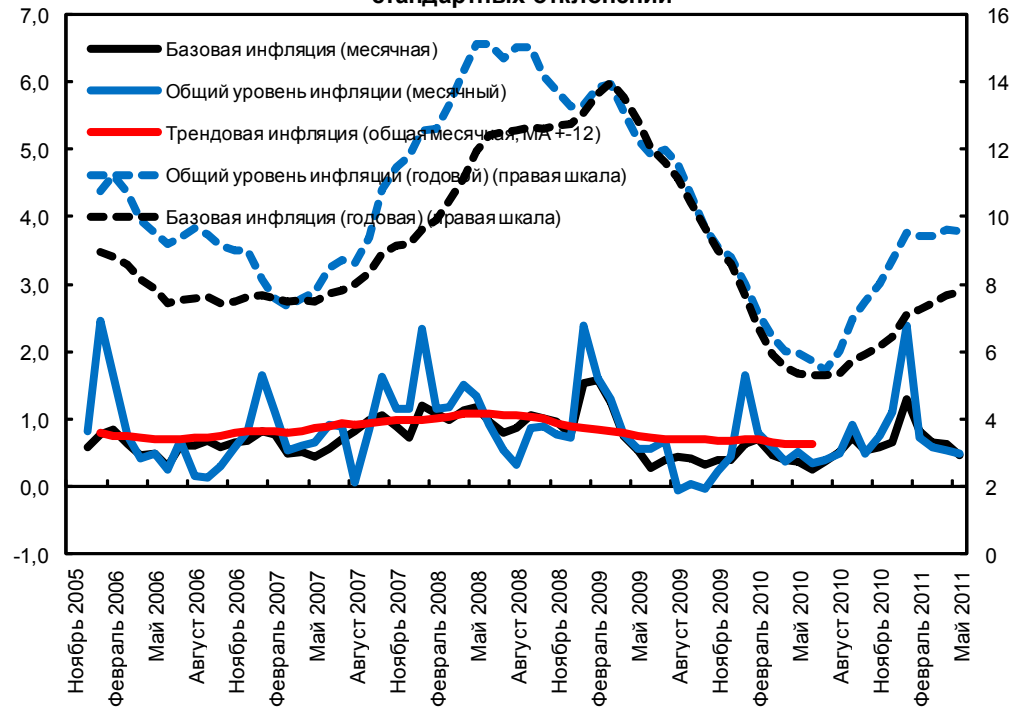


Рисунок 2. Инфляция ИПЦ, подход на основе постоянных стандартных отклонений



13. Подход на основе стандартных отклонений дает схожие результаты (рис. 2).

Базовая инфляция за 12 месяцев повысилась с 5,3 процента в июле 2010 года до 7,8 процента в мае 2011 года, что говорит о повышении трендовой инфляции.

Оптимальное усечение в рамках этого подхода исключает изменения цен, которые на 1,6 стандартного отклонения выше средней по выборке (из правого хвоста) и на 1,0 стандартного отклонения ниже средней (из левого хвоста). За период выборки в среднем 4,1 процента весов исключается из левого хвоста и 4,5 процента из правого хвоста (в общей сложности 8,6 процента). К числу 10 «наиболее часто исключаемых» статей относятся фрукты и овощи, яйца, сахар, другие продукты питания, бензин, средства связи, сыр, медицинско-оздоровительные услуги, прочие услуги, макаронные изделия и зерновые продукты, то есть в основном продовольственные товары и некоторые виды услуг и непродовольственных товаров.

Верхние десять наиболее волатильных компонентов

Порядковый номер	Статья	Вес (2011)	Порядковый номер	Статья	Вес (2011)
1	Фрукты и овощи	4,18	6	Средства связи	0,50
2	Яйца	0,52	7	Сыр	1,05
3	Сахар	0,70	8	Макаронные изделия и зерновые продукты	0,96
4	Другие продукты питания	2,38	9	Услуги здравоохранения	0,49
5	Бензин	2,45	10	Прочие услуги	3,13

14. Показатели базовой инфляции, основанные на методах усеченной средней, систематически являются менее волатильными, чем показатель Росстата за тот же период выборки (рис. 3–4).

Несмотря на большой разрыв в объеме информации, использованной для этой оценки, — при подходе на основе постоянных весов отсекается 64 процентов всей совокупности весов, тогда как при подходе на основе стандартных отклонений отсекается в среднем лишь 8,6 процента, эти два метода усечения демонстрируют весьма схожие результаты. Однако, как показывают дисперсии в диапазоне от высшей точки подъема до низшей точки падения годовых темпов, а также краткосрочная волатильность месячных темпов, показатель базовой инфляции Росстата является более волатильным, чем усеченная средняя инфляция, и иногда более волатильным, чем общий уровень инфляции. Эта высокая волатильность делает показатель базовой инфляции Росстата менее привлекательным в качестве опережающего индикатора (или индикатора в реальном масштабе времени) трендовой инфляции.

Рисунок 3. Темпы базовой инфляции, темп за 12 месяцев

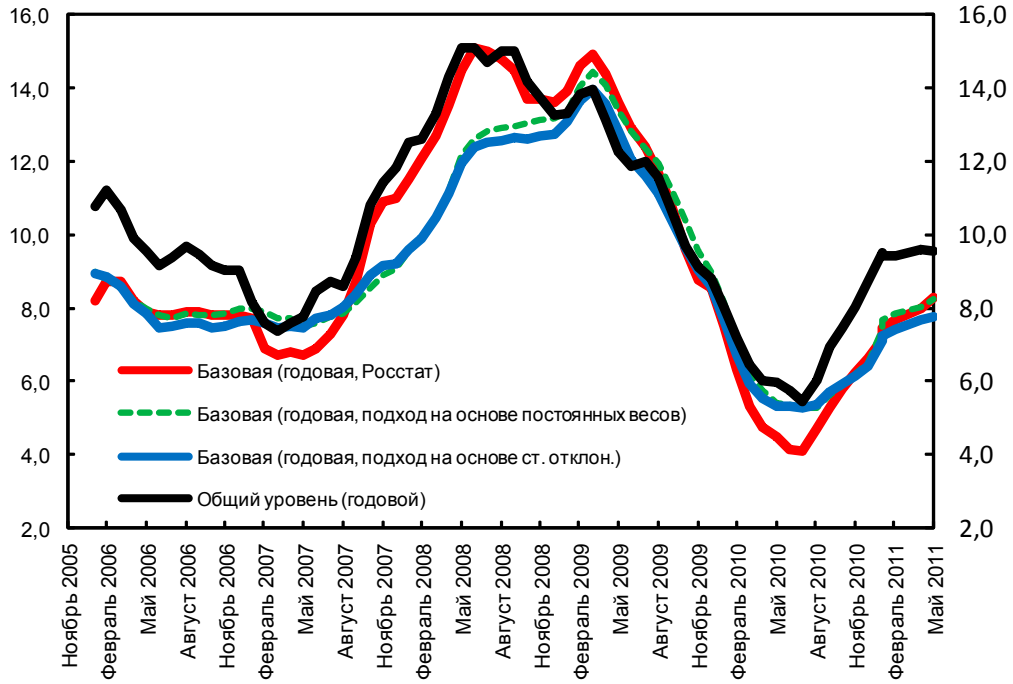
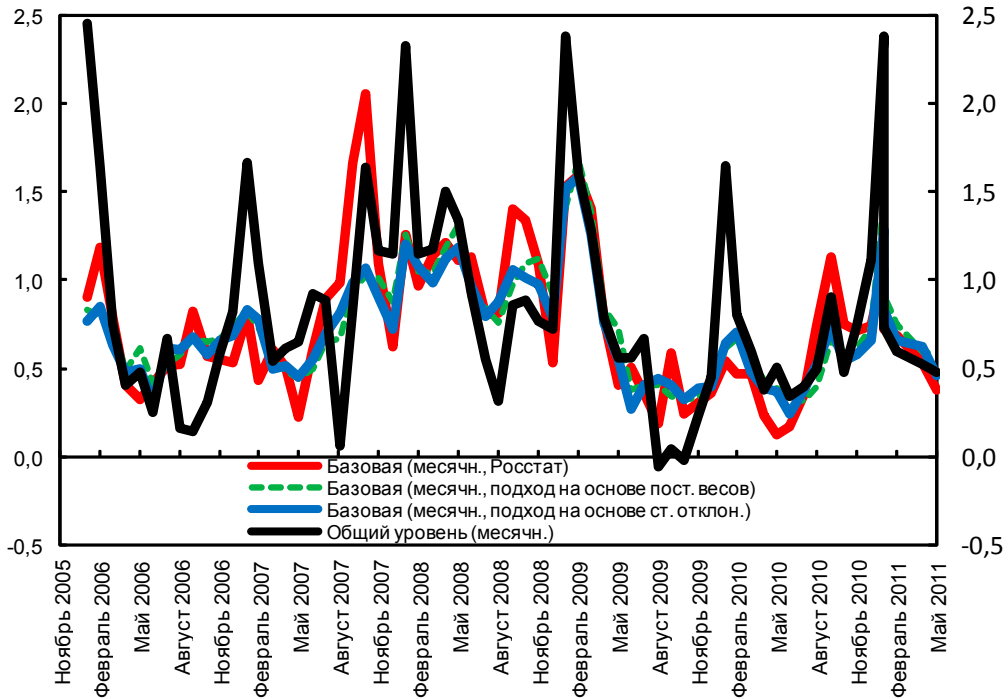


Рисунок 4. Темпы базовой инфляции, месячный темп



15. **Базовая инфляция может способствовать принятию решений денежно-кредитной политики, выявляя динамику трендовой инфляции.** Предлагаемые показатели базовой инфляции указывают на то, что резкий прирост общего уровня инфляции в последнее время не целиком обусловлен шоками цен на продукты питания, поскольку налицо также более общее инфляционное давление. Это говорит о том, что для установления контроля над общим уровнем инфляции потребовалось бы ужесточение денежно-кредитной политики. В качестве следующего шага представляется модель прогнозирования инфляции, с тем чтобы обеспечить лучшее понимание связи между текущими экономическими переменными и будущей инфляцией. Модель позволяет получить более целенаправленное представление о будущей динамике инфляции и сделать соответствующие выводы для политики в области таргетирования инфляции.

С. Прогнозирование инфляции: модель опережающих индикаторов

16. **Более точный эконометрический анализ для прогнозирования краткосрочной инфляции является полезным инструментом информирования и определения направления денежно-кредитной политики.** В настоящем разделе выделяется группа опережающих индикаторов месячных темпов инфляции в период между 2003 и 2011 годом. Затем оцениваемые эмпирические связи между опережающими индикаторами и инфляцией используются для прогнозирования инфляции на 6–12 месяцев вперед.

17. **МОИ широко используются для прогнозирования инфляции.** МОИ опираются на эмпирические корреляции между отобранными экономическими переменными и фактической инфляцией и не предписывают явных причинно-следственных связей между ними. Такая гибкость в некоторых случаях повышает точность прогнозирования, но без установления структурных связей, что делает выводы для политики менее управляемыми. По этой причине МОИ часто используются в дополнение к полномасштабной структурной модели оценки, которая позволяет в явном виде рассматривать вопросы, связанные с механизмом передачи воздействия денежно-кредитной политики.

18. **Однако широко признано, что МОИ являются особенно полезными для выявления поворотных точек в динамике инфляции.** МОИ преобразуют поворотные точки опережающих индикаторов в поворотные точки будущей инфляции. В данном исследовании устанавливается, что МОИ точно улавливают время продолжительных изменений общего темпа инфляции в сторону повышения и понижения в феврале 2007 года, июле 2008 года и июне 2010 года.

19. **Проводятся оценка авторегрессионной модели с распределенным лагом (АРЛ) за период с июля 2003 по апрель 2011 года.** Используется алгоритм «от общего к частному» эконометрической компьютерной программы «Ox Metrics» для отбора комплекта возможных опережающих индикаторов из более широкого набора данных. Затем рассматриваются различные метрики, включая проверки значимости, статистические коэффициенты, измеряющие качество прогнозом постфактум и согласованность с экономической теорией, для выбора опорной модели. Период выборки ограничивается структурным разрывом и доступностью ключевых переменных. Проводится раздельная оценка моделей общего уровня инфляции и базовой месячной инфляции⁷. Результаты этих двух регрессий представлены ниже в таблицах 1 и 2.

20. **В качестве потенциальных опережающих индикаторов рассматриваются нижеследующие переменные, в соответствии с другими эмпирическими исследованиями:**

	Таблица 1. Зависимая переменная: общий уровень инфляции ИПЦ, мес., СС			
	Коэффициент	Ст. ошибка	Значение t	
• процентные ставки: межбанковская 3-месячная ставка предложения, 5-летняя общая доходность по облигациям, депозитная ставка;	Инфляция (общий уровень) с лагом в 3 месяца с лагом в 6 месяцев	0,06 0,17	0,05 0,05	1,21 3,82
• цены активов: цены на жилье, индекс цен на акции;	Повышение НЭВК с лагом в 1 месяц	-0,03	0,01	-4,41
• реальный сектор: реальный ВВП, индекс промышленного производства, уровень безработицы;	с лагом в 2 месяца с лагом в 4 месяца с лагом в 6 месяцев	-0,03 -0,03 -0,03	0,01 0,01 0,01	-3,96 -2,99 -2,93
• денежно-кредитные агрегаты: денежная база, М2, кредит частного сектора;	Рост М2 с лагом в 7 месяцев с лагом в 12 месяцев	0,03 0,02	0,01 0,01	3,67 3,28
• внешнеэкономические переменные: ставка по кредитным средствам ФРС США, мировые цены на биржевые товары (продукты питания и напитки), инфляция в странах – торговых партнерах, цены на сырую нефть, цены за золото;	Инфляция (продукты питания) с лагом в 0 месяцев	0,32	0,02	14,9
• валютные курсы: обменный курс рубля к доллару США, НЭВК;	Константа	0,2	0,05	3,88
• прочие: доходы сектора государственного управления, средняя заработная плата, индекс предпринимательской уверенности.				

⁷ С 2005 года базовая инфляция оценивается по методу стандартных отклонений. За предшествующий период в регрессии используется официальный показатель базовой инфляции Росстата.

21. **Опережающими индикаторами общего уровня инфляции являются общий уровень инфляции с лагом, темп роста широкой денежной массы, номинальный эффективный валютный курс и инфляция цен на продукты питания (таблица 1).** Темп роста широкой денежной массы (М2) положительно связан с инфляцией с лагами от 7 до 12 месяцев, что в целом соответствует другим эмпирическим исследованиям по России. Передача воздействия валютного курса также оказывает значительное влияние на инфляцию с лагом в 1–6 месяцев. По оценке, инфляция цен на продукты питания оказывает незамедлительное воздействие на общий уровень инфляции, причем оцениваемый коэффициент близок к его весу в корзине ИПЦ.

22. **Тот же набор опережающих индикаторов был получен применительно к базовой инфляции^Т (таблица 2).** Лаги между М2 и базовой инфляцией аналогичны полученным лагам между М2 и общим уровнем инфляции. Однако передача воздействия валютного курса на базовую инфляцию, согласно оценке, является более сильной и продолжительной, чем воздействие на общий уровень инфляции. Инфляция цен на продукты питания также оказывает продолжительное влияние на базовую инфляцию, что, возможно, отражает ее воздействие на инфляционные ожидания и эффекты второго порядка в отношении базовой инфляции.

Таблица 2. Зависимая переменная: общий уровень инфляции ИПЦ, мес., СС

	Коэффициент	Ст. ошибка	Значение t
Инфляция (продукты питания)			
с лагом в 1 месяц	0,25	0,04	6,78
с лагом в 5 месяцев	0,06	0,04	1,48
с лагом в 9 месяцев	0,06	0,04	1,67
с лагом в 13 месяцев	0,09	0,04	2,5
Повышение НЭВК			
с лагом в 1 месяц	-0,07	0,01	-5,28
с лагом в 3 месяца	-0,04	0,02	-2,73
с лагом в 5 месяцев	-0,04	0,02	-2,98
с лагом в 7 месяцев	-0,02	0,02	-1,03
с лагом в 9 месяцев	-0,03	0,02	-2,02
с лагом в 11 месяцев	-0,04	0,02	-2,71
Рост М2			
с лагом в 5 месяцев	0,05	0,01	3,4
с лагом в 9 месяцев	0,02	0,01	1,79
с лагом в 12 месяцев	0,03	0,02	1,98
с лагом в 13 месяцев	0,01	0,01	0,66
Константа	0,04	0,08	0,6

23. **Ретроспективные прогнозы за 12 месяцев правильно предсказывают поворотную точку в общем уровне инфляции и базовой инфляции в августе 2010 года⁸.** Хотя 12-месячный прогноз базовой инфляции занижал темпы базовой инфляции на протяжении всего горизонта прогнозирования, прогнозы общего уровня инфляции весьма точно предсказывают фактическую инфляцию (рис. 5). Точность прогнозирования базовой инфляции повышается при более коротком горизонте прогнозирования. МОИ с поразительной точностью прогнозирует прирост общего уровня инфляции и базовой инфляции во второй половине 2010 года (рис. 6).

⁸ Ретроспективные прогнозы на 12 месяцев представляют собой прогнозы инфляции на 2010 год, которые были бы получены при помощи моделей в конце 2009 года. В частности, в ретроспективных прогнозах для регрессии используются данные до 2010 года, и прогнозы сопоставляются с фактическими показателями по инфляции в 2010 году.

Рисунок 5. Ретроспективные прогнозы на 12 месяцев

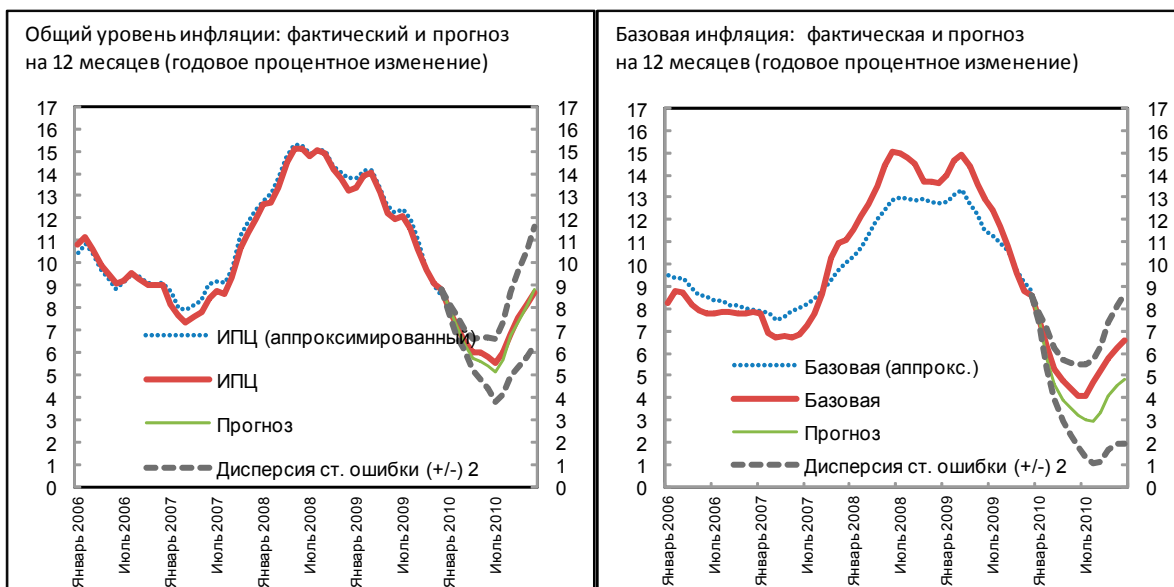
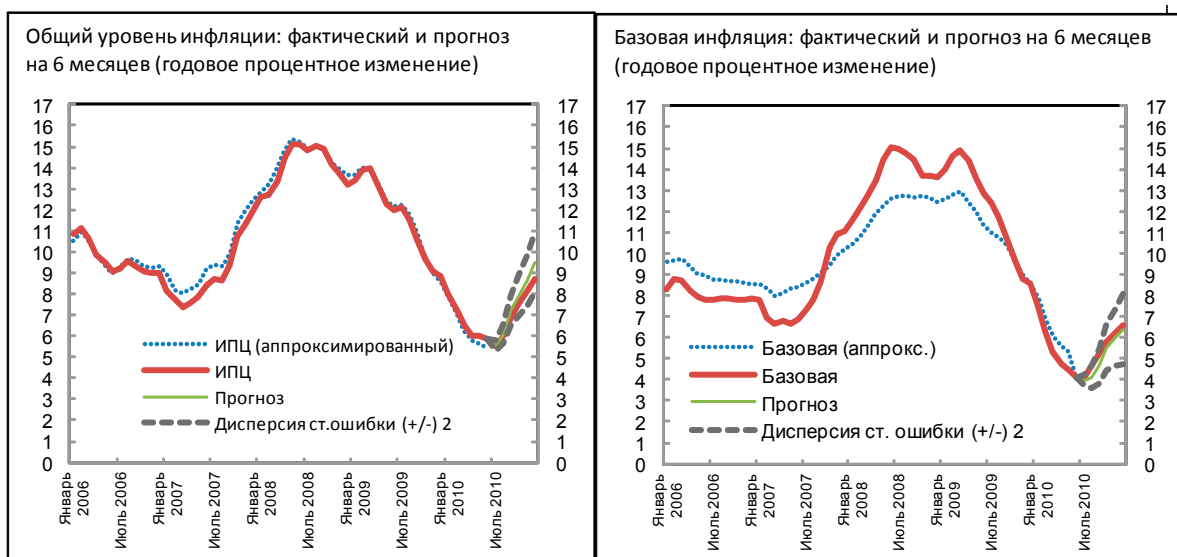


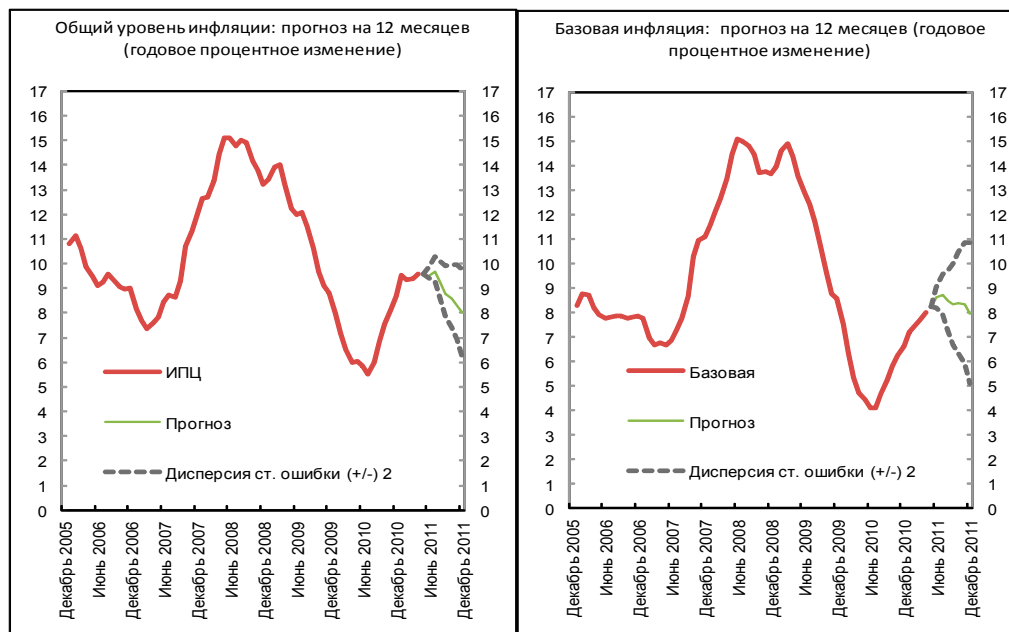
Рисунок 6. Ретроспективные прогнозы на 6 месяцев



24. Модель прогнозирует, что в конце 2011 года общий уровень инфляции составит 8,0 процента, а базовая инфляция 7,9 процента (рис. 7), с относительно широкими пределами погрешности в случае прогнозов базовой инфляции. Модель позволяет предположить, что инфляция цен на продукты питания представляет основной риск для прогноза инфляции (рис. 8). Хотя предполагается, что цены на продукты питания в России повышаются теми же темпами, что и мировые цены на продукты питания (21,8 процента, согласно глобальным исходным допущениям ПРМЭ

за май 2011 года), прогнозируется, что и общий уровень инфляции, и базовая инфляция в 2011 году будут продолжать возрастать до двузначных величин⁹.

Рисунок 7. Прогнозы инфляции на 2011 год

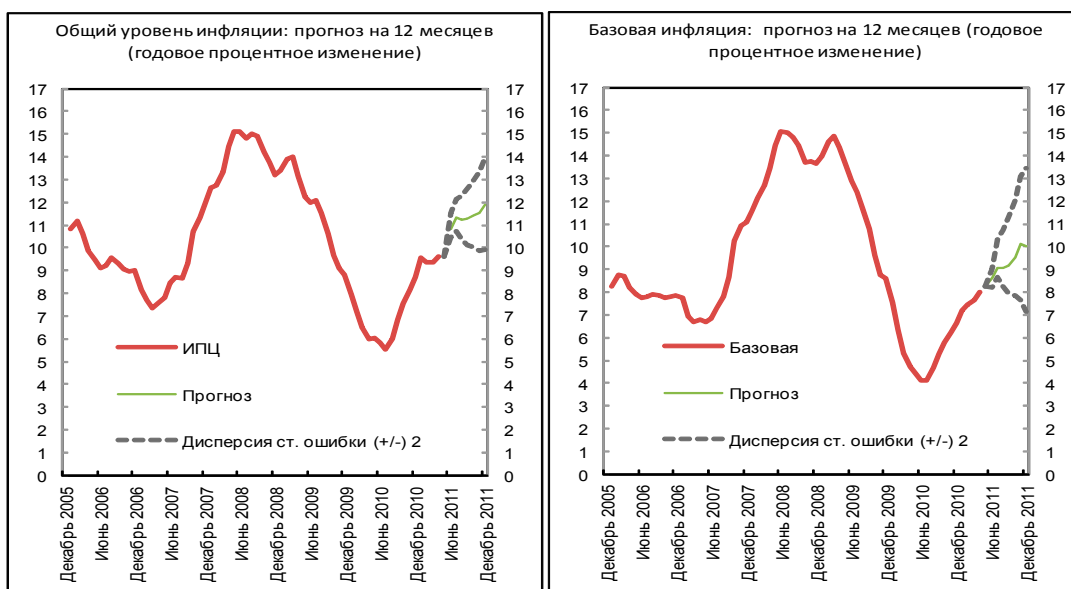


25. **Модель прогнозирует, что в конце 2011 года общий уровень инфляции составит 8,0 процента, а базовая инфляция 7,9 процента (рис. 7), с относительно широкими пределами погрешности в случае прогнозов базовой инфляции.** Модель позволяет предположить, что инфляция цен на продукты питания представляет основной риск для прогноза инфляции (рис. 8). Хотя предполагается, что цены на продукты питания в России повышаются теми же темпами, что и мировые цены на продукты питания (21,8 процента, согласно глобальным исходным допущениям ПРМЭ за май 2011 года), прогнозируется, что и общий уровень инфляции, и базовая инфляция в 2011 году будут продолжать возрастать до двузначных величин¹⁰.

⁹ Эти предположения в целом соответствуют последним прогнозам персонала МВФ на 2011 год.

¹⁰ Базовое предположение об инфляции цен на продукты питания в размере 7,8 процента отражает снижение инфляции цен на фрукты и овощи в России, которые входили в число основных факторов недавнего прироста инфляции, а также ограниченную интеграцию с мировыми рынками зерна. Принимаемые правительством меры, такие как запрет на экспорт и возможное разрешение на использование зерновых резервов, также способствовало смягчению давления на инфляцию внутренних цен на продукты питания.

**Рисунок 8. Прогнозы инфляции на 2011 год с учетом глобальных допущений
ПРМЭ относительно цен на продукты питания**



Д. Выводы для политики

26. **Показатель базовой инфляции и модели МОИ позволяют сделать вывод о том, что резкий прирост инфляции в последнее время не обусловлен только повышением цен на продукты питания с лета 2010 года.** Предлагаемые оценки базовой инфляции указывают на то, что рост общего уровня инфляции в последние месяцы вызывался в основном инфляцией цен на продукты питания, но налицо также более широкое инфляционное давление. Кроме того, МОИ показывает, что резкий прирост инфляции тесно связан с прошлыми изменениями денежно-кредитных агрегатов.

27. **Эти результаты позволяют предположить, что в конце 2011 года инфляция будет оставаться далеко за пределами целевого диапазона ЦБР в 6–7 процентов.** Хотя стабильные цены на продукты питания имеют ключевое значение для снижения инфляции, для приведения инфляции под контроль потребуется некоторое замедление роста М2 при помощи ограниченных интервенций на валютном рынке и более высоких ставок, обусловленных политикой. Однако, учитывая лаги передачи воздействия денежно-кредитной политики в 7–12 месяцев, эффекты ужесточения политики, по всей вероятности, будет ощущаться только в 2012 году. Помимо этого, следует также отметить, что возможности использования МОИ для более детального анализа денежно-кредитной политики ограничены, в частности, в связи с отсутствием четких соображений относительно механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики. В этой связи имеются основания для проведения дальнейших исследований при помощи структурной модели в целях изучения причинно-следственных связей между инфляцией и другими экономическими переменными и переменными, обусловленными политикой.

Приложение I. Статистические характеристики компонентов ИПЦ и метод усеченной средней

В оценке базовой инфляции используются ряды дезагрегированных данных по ИПЦ и их веса по 46 статьям за период с января 2005 года по май 2011 года (15 продовольственных товаров, 19 непродовольственных товаров и 12 статей услуг). Веса в корзине ИПЦ пересматриваются ежегодно. Средний вес статьи в корзине ИПЦ составляет 2,2 процента, с максимальным весом мяса в 10,7–9,6 процента и минимальным весом услуг по приему гостей в 0,1–0,2 процента.

Статистические характеристики: структурное распределение

Данные позволяют проанализировать структурное распределение 46 компонентов ИПЦ за каждый месяц периода выборки. Если $\pi_t = \sum_{i=1}^N \omega_{it} \cdot \pi_{it}$ и

$$\sigma_t^2 = \sum_{i=1}^N \omega_{it} \cdot (\pi_{it} - \pi_t)^2, \text{ где } \omega_{it} \text{ и } \pi_{it} \text{ — вес и изменение цены компонента ИПЦ } i,$$

соответственно, эксцесс распределения представляет собой $K_t = \frac{\sum_{i=1}^N \omega_{it} (\pi_{it} - \pi_t)^4}{\sigma_t^4}$.

Эксцесс стандартного нормального распределения равен 3. Асимметрия определяется как $S_t = \frac{\sum_{i=1}^N \omega_{it} (\pi_{it} - \pi_t)^3}{\sigma_t^3}$, что равно 0 в случае стандартного нормального распределения.

- Эксцесс. Более высокий эксцесс предполагает более широкий хвост распределения, что означает большее влияние крайних значений. Это определяет полезность усеченной средней.
 - За период выборки средний эксцесс составляет 1,887 для сезонно нескорректированных (структурных) распределений и 1,413 для сезонно скорректированных распределений. Это очень большие значения, что говорит о более значительном влиянии крайних значений на динамику инфляции в России. В случае США в 1977–2004 годы средний эксцесс месячной инфляции составлял 40,6.
- Асимметрия. Положительная (отрицательная) асимметрия предполагает более длинный правый (левый) хвост. Наличие асимметрии не имеет существенного значения для статистической аргументации в пользу усечения, которая заключается в наличии чрезмерного эксцесса. Однако обнаруженная асимметрия говорит о том, что нам не следует вводить ограничение симметричности для отсекаемых величин.
 - За период выборки средняя асимметрия составляет 39 как для сезонно нескорректированных, так и для сезонно скорректированных распределений. (В случае США в 1977–2004 годы средняя асимметрия составляла 0,36.) Это означает, что в среднем месячная инфляция испытывает на себе большее влияние положительных крайних значений. Однако этот результат непостоянен при положительной асимметрии в 61 проценте месяцев выборки и отрицательной асимметрии в остальных. Сезонная корректировка практически не влияет на эту закономерность. Значительная вариация асимметрии отражает волатильные цены на продукты питания и регулируемые цены на услуги, а

также небольшое число компонентов — в случае других стран используется значительно более детализированная разбивка ИПЦ, что обычно повышает устойчивость распределений цен.

Статистические характеристики: временные ряды данных

Стандартные отклонения временных рядов данных по каждому компоненту показывает, какие статьи в корзине ИПЦ определяют колебания месячного общего уровня инфляции. В целом, как мы и ожидали, инфляция цен на продукты питания является наиболее волатильной; за ней следует инфляция цен на услуги.

Эта закономерность не изменяется при сезонных корректировках каждого ряда данных, то есть сезонные эффекты не являются основными движущими силами, определяющими более высокую волатильность этих цен.

Оптимальное усечение

Ниже следует более точное описание методов усечения, предлагаемых в разделе В:

- Подход на основе постоянных весов: исключает α процентов весов из левого хвоста распределения за каждый месяц и β процентов весов из правого хвоста.

Если N компонентов ИПЦ упорядочиваются таким образом, что

$\pi_{1t} \leq \pi_{2t} \leq \dots \leq \pi_{Nt}$ с соответствующими весами (ω_{it}), пусть

$i_t(x) = \min \{i: \sum_{j=1}^i \omega_{jt} \geq x\}$. Тогда усеченная инфляция представляет собой

$$\pi_t^{(\alpha, \beta)} = \frac{100}{100 - \alpha - \beta} \sum_{i=i_t(\alpha)}^{i_t(\beta)} \omega_{it} \pi_{it}$$

- Подход на основе стандартных отклонений: исключает компоненты, которые на λ стандартных отклонений ниже средней инфляции в каждый месяц и на ρ стандартных отклонений выше средней инфляции.

Если $\bar{\pi}_t = \text{average}(\pi_{it})_{i=1}^N$ and $\sigma_t = \text{std}(\pi_{it})_{i=1}^N$, усеченная инфляция

представляет собой $\pi_t^{(\lambda, \rho)} = \frac{100}{100 - \omega_t(L) - \omega_t(R)} \sum_{i=L}^R \omega_{it} \pi_{it}$, где

$L = \min \{i: \pi_{it} \leq \bar{\pi}_t - \lambda \cdot \sigma_t\}$, $R = \min \{i: \pi_{it} \geq \bar{\pi}_t + \rho \cdot \sigma_t\}$, $\omega_t(L) = \sum_{i=1}^L \omega_{it}$,

а $\omega_t(R) = \sum_{i=R}^N \omega_{it}$.

Тогда оптимальное усечение позволяет выбрать параметры (α, β) или (λ, ρ) для минимизации расстояния от трендовой инфляции, то есть

$\text{Min}_{(\alpha, \beta)} \sqrt{\sum_{t=1}^T (\pi_t^{(\alpha, \beta)} - \bar{\pi}_t)^2}$ или $\text{Min}_{(\lambda, \rho)} \sqrt{\sum_{t=1}^T (\pi_t^{(\lambda, \rho)} - \bar{\pi}_t)^2}$, где центрированная за

24 месяца скользящая средняя в качестве представительной переменной

действительной базовой инфляции — $\bar{\pi}_t = \text{average}(\pi_{it})_{i=1}^{t+12}$.

ЛИТЕРАТУРА

- Bokil, M. and A. Schimmelpfennig, 2005, "Three Attempts at Inflation Forecasting in Pakistan," IMF Working Paper No. 05/105 (Washington: International Monetary Fund).
- Banerjee, A., M. Marcellino, and I. Masten, 2005, "Leading Indicators for Euro-area Inflation and GDP Growth," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67, pp. 785–813.
- Dolmas, J., 2005, "Trimmed Mean PCE Inflation," Research Department Working Paper No. 0506 (Dallas: Federal Reserve Bank).
- Hoffmaister, A.W., 2001, "Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration," *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No.2, pp. 317–343.
- Hogan, S., M. Johnson, and T. Lafleche, 2001, "Core Inflation," Technical Report No. 89 (Bank of Canada).
- Philip A. K., 1986, "Leading Indicators of Inflation in Market Economies," *International Journal of Forecasting*, Vol. 2, No. 4, pp. 403–412.
- Wright, J. H., 2009, "Forecasting US inflation by Bayesian Model Averaging," *Journal of Forecasting*, Vol. 28, pp. 131–144.

II. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОСНОВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ ОПЕРАЦИЙ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ¹

В условиях резкого повышения инфляции Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ) ужесточил денежно-кредитную политику на фоне приветствуемого прогресса в повышении гибкости курса рубля, достигнутого в последнее время. Однако принятые до настоящего момента меры по ужесточению политики в основном носили несистематический характер и иногда отличались отсутствием согласованности. Как следствие, сигналы, подаваемые рынкам и широкой общественности, могли быть нечеткими, что снижало эффективность принимаемых мер. Недавний опыт подчеркивает необходимость в более простой и эффективной основе для проведения денежно-кредитных операций. ЦБ РФ осведомлен об ограничениях существующей основы и стремится реформировать ее. В этой связи в настоящей главе предлагается ряд усовершенствований основы денежно-кредитной политики, которые должны позволить более эффективно проводить денежно-кредитную политику. Продвижение к созданию последовательной основы также имеет существенное значение для облегчения перехода к официальному таргетированию инфляции, что является среднесрочной целью властей, подготовка к которой ведется в настоящее время.

А. История вопроса и обоснование

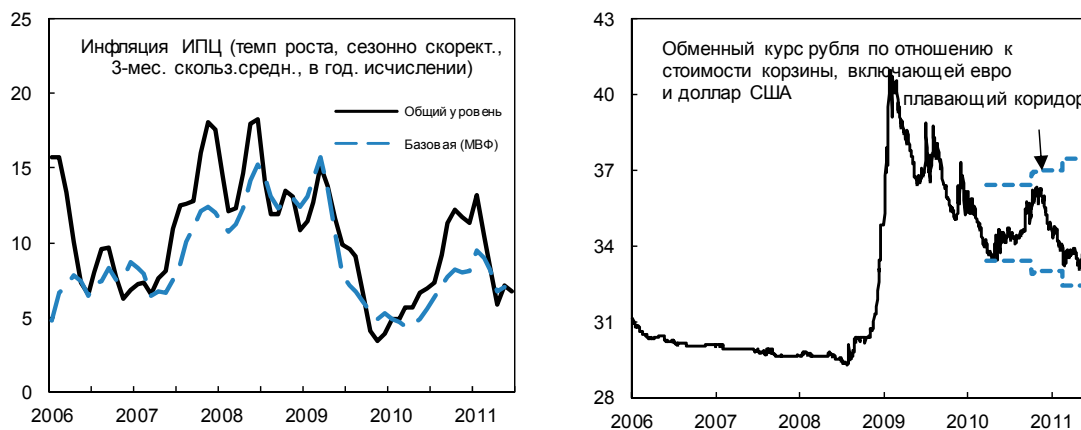
1. **Общий подход властей к проведению денежно-кредитной политики носил неоднозначный характер.** В течение большей части последнего десятилетия денежно-кредитная политика в России пыталась служить двум в значительной мере несовместимым целям: обеспечению низкой инфляции и устойчивого валютного курса (представляется, что третьей, неофициальной, целью временами было поддержание темпов роста объема производства). В тех случаях, когда эти цели приходили в противоречие, на практике предпочтение отдавалось цели валютного курса, что приводило к высокой и изменчивой инфляции (текстовой рисунок). В то же время власти готовились к введению официального таргетирования инфляции. Но ввиду неопределенности относительно конечной цели политики практическая реализация денежно-кредитной политики по-прежнему далеко отстояла от этой цели.

2. **Прогресс в повышении гибкости курса рубля, достигнутый в последнее время, должен позволить сосредоточить внимание денежно-кредитной политики на инфляции.** Отрадно, что в последние периоды власти допустили значительное и прогрессивное повышение гибкости валютных курсов. Хотя приверженность гибкой курсовой политике еще предстоит проверить в условиях, связанных с более жестким компромиссным выбором между целями в отношении инфляции и номинального валютного курса, в принципе это изменение должно облегчить весьма необходимый

¹ Подготовил Дэйвид Хофман. Автор благодарит Саймона Грея (ДДК) за полезные обсуждения и предложения.

сдвиг в сторону того, чтобы направить денежно-кредитную политику на установление контроля над инфляцией.

3. **Вместе с тем меры в ответ на тенденцию к повышению инфляции в последнее время были бессистемными и подчеркивают основные проблемы, связанные с реализацией денежно-кредитной политики.** Ввиду крупного структурного профицита банковских резервов многие инструменты в арсенале денежно-кредитной политики ЦБ РФ в настоящее время являются неэффективными. Отчасти как следствие, недавние попытки ЦБ РФ ужесточить политику в основном носили несистематический характер и были направлены на вторичные инструменты (депозитную ставку и норму обязательных резервов) при лишь ограниченной роли его основной ставки, обусловленной политикой. Такая практика подает искаженные сигналы о проводимой политике и, по всей вероятности, не позволит эффективно достичь целей ЦБ РФ в отношении инфляции. Опыт подчеркивает необходимость создания более простой и эффективной основы для проведения денежно-кредитных операций.



Источники: Федеральная статистическая служба; Navex; и расчеты персонала МВФ.

4. **Сознавая эти проблемы, ЦБ РФ стремится реформировать основу денежно-кредитных операций.** Власти признают ограничения существующей основы и намерены упростить и рационализировать ее, в том числе в свете подготовки к намеченному переходу к таргетированию инфляции.

5. **В настоящей главе предлагаются усовершенствования операционной основы, которые способствовали бы более эффективной реализации политики.** Эта глава основана на технической помощи, которую МВФ предоставлял России в последние пять лет, и содержит конкретные рекомендации, которые могут быть реализованы в настоящее время². Рекомендации ориентированы на реализацию

² Полезные общие обсуждения различных аспектов денежно-кредитных операций приводятся в работах Bindseil and Jablecki (2011), Borio (2001), Gray (2011), Gray and Talbot (2006) и Kahn (2010).

денежно-кредитной политики в обычные времена. Вопросы управления ликвидностью в периоды финансового стресса выходят за рамки настоящей главы и являются предметом отдельной работы, проводимой в контексте Программы оценки финансового сектора (ФСАП) 2011 года. Глава построена следующим образом. В разделе В приводится краткий обзор существующей основы, а в разделе С выделяются ее основные проблемы. Затем в разделе D обсуждаются несколько рекомендуемых усовершенствований, а в разделе E предлагается план поэтапного внедрения этих усовершенствований при одновременном ужесточении денежно-кредитной политики. Наконец, в разделе F кратко обсуждаются средства для урегулирования потенциальных проблем, связанных с притоками капитала.

В. Существующая основа

6. **ЦБ РФ использует большой набор инструментов денежно-кредитной политики.** Применяемая властями основа для реализации денежно-кредитной политики является широкой и сложной. ЦБ РФ использует относительно большое количество постоянных механизмов (ПМ) с различными процентными ставками и широким диапазоном сроков погашения (от овернайт до 30 дней, см. таблицу в тексте). Он поддерживает столь же широкий набор разнообразных инструментов для операций на открытом рынке, включая РЕПО, ломбардные кредиты, государственные ценные бумаги, долговые обязательства центрального банка (ОБР) и продажи и покупки иностранной валюты. Помимо этого, ЦБ РФ использует также изменения резервных требований в качестве краткосрочного инструмента контроля за рыночной ликвидностью. Кроме того, ЦБ РФ проводит депозитные аукционы от имени Министерства финансов, что также влияет на ликвидность.

Инструменты денежно-кредитной политики ЦБ РФ (по состоянию на 1 июня 2011 года)

Цель	Вид	Инструмент	Срок	Процентная ставка	Частота
<i>Предоставление ликвидности</i>	Операции на открытом рынке	Ломбардные аукционы	7 дней-3 месяца	Устанавливается аукционом	Еженедельно
		Прямые РЕПО	1, 7, 90 дней; 6, 12 месяцев	Устанавливается аукционом 1/	Ежедневно
		Покупка облигаций ЦБ РФ или государственных ценных бумаг	-	-	По мере необходимости
		Покупка иностранной валюты	-	-	По мере необходимости
	Постоянные механизмы	Кредиты	Внутридневные	0	Постоянно
			Овернайт	8,25%	Постоянно
		Ломбардные кредиты	1-30 дней	6,75%	Постоянно
	Валютные свопы				
<i>Поглощение ликвидности</i>	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	4 недели, 3 месяца	Устанавливается аукционом 1/	Еженедельно
		Продажа облигаций ЦБ РФ	до 6 месяцев	Устанавливается аукционом	По мере необходимости
		Продажа государственных ценных бумаг	-	-	По мере необходимости
		Продажа иностранной валюты	-	-	По мере необходимости
	Постоянные механизмы	Депозитные операции	Овернайт (T+0)	3,5%	Постоянно
			Том-нект (T+1)	3,5%	Постоянно
			Спот-нект (T+2)	3,5%	Постоянно
1 неделя (T+0)			3,5%	Постоянно	
Спот-уик (T+2)	3,5%		Постоянно		
До востребования (колл)	3,5%		Постоянно		

1/ Применяются минимальные и максимальные ставки.
Источник: Центральный банк Российской Федерации.

7. **Коридор процентной ставки, обусловленной политикой, является относительно широким.** Притом что депозитная ставка овернайт в настоящее время составляет 3,5 процента, а ставка рефинансирования овернайт — 8,25 процента, спред между низшей и высшей ставкой коридора ставки ЦБ РФ, обусловленной политикой, составляет 475 базисных пунктов. Хотя этот коридор значительно уже, чем несколько лет назад — когда эта разница превышала 1000 базисных пунктов, — он очень широк по сравнению с соответствующими коридорами в странах, имеющих эффективно функционирующие основы. Например, в зоне евро, Соединенном Королевстве (до кризиса) и Венгрии коридор составляет 200 базисных пунктов, в Норвегии, Швеции, Новой Зеландии, Индонезии, Таиланде и Южной Африке — 100 базисных пунктов, а в Австралии, Канаде и Малайзии — 50 базисных пунктов.
8. **Ставка рефинансирования используется в качестве справочной ставки для курса денежно-кредитной политики.** Процентная ставка по кредитам овернайт в рамках постоянного механизма ЦБ РФ — ставка рефинансирования — в сообщениях ЦБ РФ о проводимой политике обычно упоминается как общая ставка, обусловленная политикой, и считается, что она указывает на общий курс денежно-кредитной политики.
9. **Резервные требования установлены на низком уровне и не носят обязательного характера.** После трех повышений в последнее время нормы резервов составляют 4 процента по обязательствам банков перед внутренними сторонами и 5,5 процента по обязательствам перед корпорациями-нерезидентами. Однако при этих уровнях резервные требования по-прежнему ниже, чем они были до кризиса (5,5–8,5 процента) и невысоки по международным стандартам (таблица в тексте). Кроме того, по системе в целом эти нормы отнюдь не являются обязательными: в конце июня 2011 года резервные требования составляли менее 20 процентов средств, хранящихся банками в ЦБ РФ. Наличные деньги в кассах банков засчитываются в качестве резервных требований, и допускается месячное усреднение по суммам свыше 60 процентов сальдо резервов. Резервные требования не вознаграждаются.
10. **Дифференциация резервных требований призвана сдерживать потенциальные притоки капитала.** Поскольку повышение норм резервов в последнее время было асимметричным, ЦБ РФ вновь ввел дифференциацию между резервными требованиями, относящимся к обязательствам резидентов и обязательствам нерезидентов. Эта мера обосновывалась стремлением к (превентивному) ограничению любых спекулятивных притоков капитала, которые могут последовать за недавним повышением цен на нефть. Дифференциация существовала в России и до кризиса.

Нормы обязательных резервов в странах с формирующимся рынком

Страна	Единая норма	Диапазон норм		Комментарии
		Нижний	Верхний	
Аргентина	...	0,00	20,00	Среднее значение = 15,67. Депозиты до востребования и сберегательные счета = 19% (20%) по национальной валюте; срочные депозиты (30-60 дней) = 11% (15%); срочные депозиты (90-180 дней) = 2% (5%); срочные депозиты (180-360 дней) = 0% (2%).
Бразилия*	...	4,00	42,00	
Чили	6,6	...	...
Китай*	...	14,00	16,00	
Колумбия	...	0,00	11,00	11% по чековым счетам, депозитам до востребования и сберегательным счетам; 4,5% по ДС и облигациям со сроком погашения <=18 месяцев; 0% по ДС и облигациям со сроком погашения > 18 месяцев
Венгрия	...	2,00	5,00	По состоянию на ноябрь 2010 года, центральный банк разрешает коммерческим банкам выбирать по собственному усмотрению норму обязательных резервов из диапазона 2%, 3%, 4% или 5%. Цель заключается в облегчении управления банковской ликвидностью.
Индия	6,00	...	...	Повышена в апреле 2010 года с 5,75.
Индонезия*	...	1,00	7,5	
Израиль	...	0,00	10,00	По состоянию на 27 января, 10 процентов обязательных резервов будут использоваться в своповых операциях по обмену нового израильского шекеля (NIS) на иностранную валюту (валютные свопы) и форвардных операциях по обмену NIS на иностранную валюту.
Малайзия	1,00	...	...
Мексика	0,00	...	...
Перу	...	9,00	60,00	В настоящее время минимальная невознаграждаемая норма составляет 9 процентов. Предельная норма составляет 25 процентов по депозитам резидентов в национальной валюте и 120 процентов по депозитам нерезидентов. Предельная норма обязательных резервов по депозитам в иностранной валюте в настоящее время составляет 55 процентов. Норма обязательных резервов по валютным обязательствам со сроком погашения менее 2 лет в настоящее время составляет 60 процентов (снижена с 75 процентов в январе).
Польша	...	0,00	3,5	(Верхний) предел НОР был повышен в январе 2011 года на 50 базисных пунктов. Предыдущий коэффициент в 3,0 процента действовал с июля 2009 года.
Россия	...	4,00	5,5	Резервные требования по обязательствам перед корпорациями-нерезидентами составляют 5,5 процента, а по другим обязательствам – 4 процента.
Южная Африка	2,5	...	...	Фактически действующая процентная норма переменна, но несколько ниже, так как банкам разрешается исключать некоторые обязательства из базовой суммы.
Таиланд	6,00	...	...
Турция	...	5,00	12,00	По национальной валюте (5-12 процентов) в зависимости от срока погашения, с января 2011 года.

Источник: официальные органы стран.

* Данные взяты из "Информационной системы по инструментам денежно-кредитной политики" ДДК.

11. ЦБ РФ ежемесячно публикует краткие заявления о проводимой политике. График заседаний Совета директоров ЦБ РФ, на которых обсуждаются вопросы денежно-кредитной и курсовой политики, широко известен общественности (заседания проводятся в конце каждого месяца). После каждого из этих заседаний по вопросам политики ЦБ РФ публикует краткое заявление о проводимой политике, в котором сообщаются взгляды Совета относительно последних денежно-кредитных и экономических изменений и перспектив инфляции и объявляется о любых принятых ключевых решениях политики, наряду с их кратким обоснованием.

С. Проблемы, связанные с существующей основой

12. Денежный рынок в высокой степени сегментирован и не позволяет эффективно распределять ликвидность по всей системе. В условиях негарантированного депозитного рынка, который включает всего 20 крупнейших банков (из общего числа приблизительно 1000 банков) и ограничений залогового обеспечения, негативно отражающихся на масштабах торговых операций со многими более мелкими банками и между ними, межбанковский рынок является фрагментированным и не может эффективно играть свою нормальную роль в перераспределении ликвидности. Как следствие, ЦБ РФ одновременно предоставляет

кредиты банковской системе и заимствует средства у нее, а процентная ставка межбанковского рынка была подвержена колебаниям даже при чистых профицитах ликвидности по системе в целом. Фрагментированный характер российского денежного рынка представляет проблему, поскольку более унифицированный и ликвидный денежный рынок лучше передавал бы сигналы денежно-кредитной политики другим рынкам и розничным процентным ставкам. Таким образом, наличие хорошо функционирующего денежного рынка имеет большое значение для эффективного проведения денежно-кредитной политики.

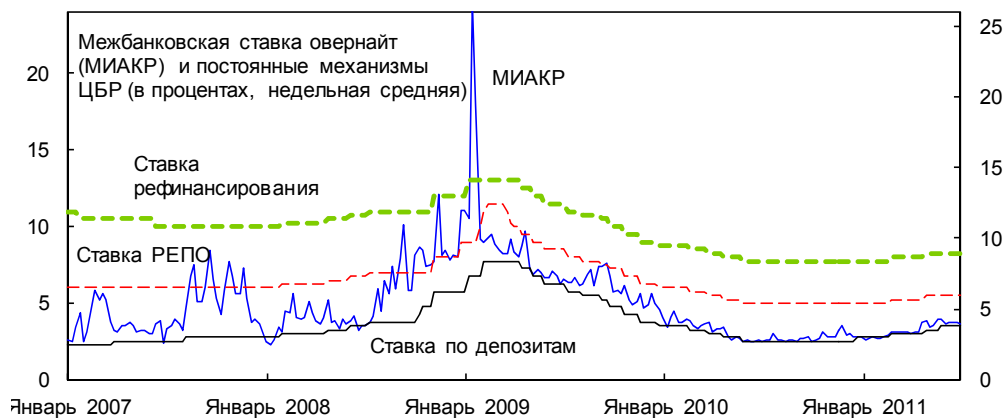
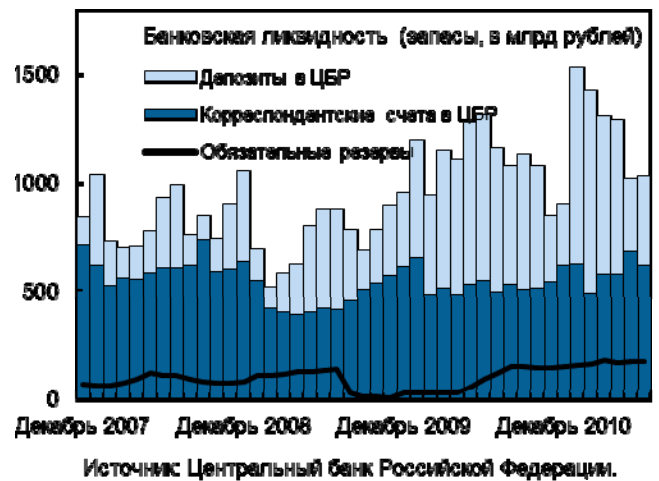
13. Набор инструментов денежно-кредитной политики сложен и слишком велик. Набор инструментов ЦБ РФ, который включает более 20 различных механизмов, охватывающих широкий диапазон сроков погашения и процентных ставок, разветвлен и сложен. Это сложность затрудняет понимание курса денежно-кредитной политики, в том числе из-за того, что относительная значимость различных индивидуальных инструментов меняется в зависимости от обстоятельств. Кроме того, сегментированный подход к управлению ликвидностью неблагоприятен для надлежащего функционирования денежного рынка. Хотя большое число различных механизмов ЦБ РФ, предположительно, само по себе является отражением фрагментированного состояния денежного рынка, многочисленность инструментов также способствует такой фрагментации и усиливает ее, поскольку она снижает, или даже устраняет, стимулы банков к ведению торговых операций друг с другом.

14. Более широкий коридор создает условия для волатильности процентных ставок и препятствует межбанковским операциям. Хотя не существует установленного способа определить оптимальную ширину коридора процентных ставок, действующий в России спред в 475 базисных пунктов представляется слишком широким. Наличие слишком широкого коридора имеет существенные недостатки. В частности, он создает возможности для высокой волатильности процентных ставок, что представляло значительную проблему в России в последние годы (даже несмотря на то, что ставки были более устойчивыми в течение 2010 года). Такая волатильность искажает сигналы политики и в силу этого снижает эффективность денежно-кредитной политики. Кроме того, большой спред между ставками по депозитам и кредитам заставляет банки весьма консервативно использовать резервные средства ввиду высоких издержек, связанных с исчерпанием средств. Как следствие, слишком широкий коридор, как правило, препятствует межбанковским операциям, что затрудняет надлежащее функционирование межбанковского рынка³.

³ Следует отметить, что слишком узкий коридор, разумеется, также, в конечном счете, может препятствовать межбанковским операциям — поскольку выгоды становятся слишком низкими, — и приводить к необоснованному вмешательству центрального банка в нормальную деятельность межбанковского рынка. Таким образом, определение правильной ширины коридора процентных ставок в определенном смысле представляет собой акт балансировки.

15. **Процентные ставки, обусловленные политикой, не обеспечивают четкой информации о курсе денежно-кредитной политики.** Процентные ставки по различным инструментам ЦБ РФ часто меняются независимо друг от друга, без последствий для других ставок, входящих в коридор ставок, обусловленных политикой (например, в декабре 2010 года ставки по депозитам овернайт были повышены, тогда как другие ставки остались неизменными, а в феврале 2011 года были повышены ставка рефинансирования и отдельные депозитные ставки, однако ставки по ломбардным кредитам и некоторые ставки РЕПО не были скорректированы). Как следствие, невзирая на то, что ЦБ РФ в своих заявлениях о политике постоянно называет «ставку рефинансирования» главной ставкой, обусловленной политикой, на практике существующая основа страдает от отсутствия четких сигнальных инструментов.

16. **«Ставка рефинансирования», общая ставка, обусловленная политикой ЦБ РФ, не носит обязательного характера.** Подобно нескольким другим странам, ситуация в России характеризуется положительным салдо резервов банковской системы (текстовый рисунок). Этот структурный профицит ликвидности является результатом накопления нестерилизованных валютных резервов, а в последние годы — монетизации бюджетных дефицитов. Структурный профицит резервов значительно ослабляет эффективность курсовой политики ЦБ РФ. Поскольку избыточные резервы банков, как правило, превышают сумму, которая необходима им для проведения операций, профицит ликвидности приводит к тому, что предельный спрос на деньги ЦБ РФ практически отсутствует. При таких обстоятельствах ставки по кредитам ЦБ РФ утрачивают действенность, и вместо этого обязательной ставкой в системе часто становится депозитная ставка, так как банки депонируют свои избыточные резервы в ЦБ РФ. Как следствие, ставка межбанковского рынка, как правило, не согласуется со ставкой рефинансирования — официальным целевым показателем. Вместо этого она имеет тенденцию колебаться в нижней половине коридора, а в последние периоды она почти полностью соответствовала депозитной ставке ЦБ РФ (текстовый рисунок).



17. **Резервные требования часто изменяются, что усугубляет неопределенность относительно курса денежно-кредитной политики.** В предшествующие годы нормы резервов часто менялись в явной попытке повлиять на банковскую ликвидность с кратко- и среднесрочным временным горизонтом. Таким образом, резервные требования используются как заменитель операций на открытом рынке, которые могут быть более точными и эффективными инструментами для осуществления таких изменений (см. ниже). Кроме того, представляется, что изменение резервных требований используется для ужесточения или либерализации курса денежно-кредитной политики — в сочетании с изменениями ставок, обусловленных политикой, а иногда вместо них, — что усугубляет неопределенность относительно того, какие инструменты фактически являются главными инструментами политики ЦБ РФ и каков общий курс денежно-кредитной политики.

Д. Совершенствование основы

18. **Более последовательное проведение денежно-кредитной политики повысило бы ее эффективность.** Как подчеркивалось в предыдущем разделе, существующая основа денежно-кредитных операций плохо приспособлена для управления рыночными процентными ставками и подачи рынкам и широкой общественности четких сигналов о курсе денежно-кредитной политики. Поэтому совершенствование операционной основы имеет большое значение для более эффективного проведения денежно-кредитной политики и успешного контроля над инфляцией. В настоящем разделе предлагаются рекомендации по совершенствованию этой основы и реализации денежно-кредитной политики. Рекомендации основаны на практике, применяемой в различных странах с развитой экономикой, а также некоторых странах с формирующимся рынком, которые, по общему признанию, имеют хорошо функционирующие системы.

Инструменты политики

19. **Рационализация и упорядочение набора инструментов политики будут способствовать прозрачности.** Как рекомендуется в предыдущих докладах МВФ по технической помощи, вместо того чтобы использовать широкий круг разнообразных инструментов с разной продолжительностью для регулирования условий ликвидности и большого набора постоянных механизмов с различными условиями процентных ставок и сроками погашения, ЦБ РФ следует сократить этот набор инструментов и подавать четкие сигналы о политике в отношении процентных ставок при помощи только одного краткосрочного инструмента. Более долгосрочные инструменты могут по-прежнему использоваться, но только для структурной корректировки ликвидности, и такие операции должны проводиться по рыночным ставкам, то есть с отходом от максимальных или минимальных ставок. В докладе МВФ 2008 года были представлены конкретные рекомендации относительно того, как упростить и рационализировать набор денежно-кредитных инструментов, которые

перечислены в приложении 1. Хотя с того времени, как представляется, некоторые из этих рекомендаций были реализованы, была дополнительно введена новая дифференциация инструментов и сохраняются значительные возможности для дальнейшей рационализации.

20. Отмена узкоспециализированных инструментов также способствовала бы развитию денежного рынка. Многие различные механизмы, входящие в состав существующей основы, фактически создают условия для фрагментации межбанковского рынка и закрепляют ее, так как они поощряют банки к тому, чтобы полагаться на ЦБ РФ в управлении их ликвидностью, а не на другие банки. Таким образом, сокращение числа специальных механизмов имеет важнейшее значение для создания стимулов к развитию этого рынка. Дополнительные инициативы по развитию денежного рынка могут помочь извлечь выгоду из этих улучшенных стимулов и облегчить такой переход (см. готовящийся к выходу Доклад об оценке стабильности финансового сектора и сопровождающие документы).

Процентная ставка, обусловленная политикой, и коридор ставок

21. Более узкий коридор помог бы ограничить волатильность процентных ставок и способствовать межбанковским операциям. Как подчеркивалось в предыдущем разделе, существующий в России спред в 475 базисных пунктов представляется слишком широким в свете относительно высокой волатильности процентных ставок (в докризисный период) и недостаточной активности межбанковского рынка. Чтобы улучшить стимулы для банков и повысить эффективность сигналов политики, ЦБ РФ следует стремиться к постепенному сокращению ширины коридора до спреда, не превышающего 200 базисных пунктов — ширины, соответствующей диапазону в странах, имеющих более развитые системы и хорошо функционирующие рынки. В зависимости от того, какой опыт будет получен в работе с этим спредом, со временем можно будет рассмотреть дальнейшие корректировки (в том или ином направлении).

22. Переход к адекватному целевому показателю политики позволит лучше информировать общественность о курсе денежно-кредитной политики. Существующая в настоящее время ситуация, при которой официальная ставка, обусловленная политикой, составляет 8,25 процента, тогда как операционный целевой показатель — ставка межбанковского рынка овернайт (МИАКР) — примерно 3,5 процента, является нежелательной, так как ее результатом являются весьма искаженные сигналы о проводимой политике. Действительно, для целей передачи сообщений предпочтительно, чтобы объявляемые ставки, обусловленные политикой, были тесно связаны с целевой рыночной ставкой. Неочевидно, что ставка рефинансирования овернайт может выполнять эту функцию в системе, в которой существует тенденция к профициту ликвидности. Хотя, в качестве альтернативы, можно представить себе, что депозитная ставка может использоваться для управления

рыночными ставками в этих условиях — что фактически происходит в настоящее время, — менее понятно, каким образом передача сигналов через депозитную ставку воздействует на экономику. Кроме того, если управление рыночными ставками осуществляется при помощи депозитных операций, средства остаются полностью ликвидными, что сопряжено с риском усиления любого давления на валютный курс в ситуациях, когда возникают опасения относительно снижения стоимости валюты, что повышает волатильность валютного курса.

23. Обусловленная политикой ставка, расположенная в центре коридора, обеспечит оптимальную передачу сообщений о проводимой политике. Вместо того, чтобы устанавливать ставку, обусловленную политикой, в соответствии со ставкой того или иного ПМ, лучше было бы объявить целевой показатель для межбанковского рынка, который расположен примерно в центре существующего коридора процентных ставок, и стремиться проводить операции на открытом рынке (ООР) по этой ставке. Преимущество ориентации целевой рыночной ставки на середину коридора заключается в том, что в этой точке рыночная ликвидность будет в целом сбалансированной (с минимальным использованием постоянных механизмов ЦБ РФ), что благоприятно для межбанковских операций и формирования обоснованных рыночных цен и, таким образом, позволит обеспечить оптимальную передачу сигналов о денежно-кредитной политике.

24. Необходимо проводить изъятие ликвидности, для того чтобы ставка, обусловленная политикой, приобрела обязательный характер. После установления целевого показателя процентной ставки (далее «ставки, обусловленной политикой») ЦБ РФ потребуется проводить изъятие избыточных резервов из системы до тех пор, пока рыночная ставка не достигнет целевого уровня. Отметим, что это может не быть постепенным процессом. Действительно, на начальном этапе поглощение ликвидности, вероятно, будет оказывать лишь очень ограниченное воздействие на рыночные ставки, тогда как в конце этого процесса — когда ограничения ликвидности станут обязательными, — корректировка может быть резкой. Для изъятия ликвидности ЦБ РФ может использовать различные инструменты из своего арсенала, включая РЕПО, ОБР и валютные операции, и в небольшой степени могут также использоваться нормы обязательных резервов (см. ниже). Поглощение избыточной ликвидности имеет существенное значение для установления определенного положительного спроса на резервы центрального банка и для создания ситуации, при которой кредитные ставки центрального банка становятся действенными, что облегчает эффективное проведение денежно-кредитной политики.

25. Сокращение ликвидности будет сопряжено с издержками для ЦБ РФ. Необходимо сознавать, что изъятие ликвидности будет связано с (вероятно, значительными) издержками для ЦБ РФ, так как ему придется платить более высокие ставки по инструментам ООР, чем в настоящее время он платит по депозитам. Хотя эти издержки будут компенсироваться выгодами в плане эффективности денежно-

кредитной политики, для того чтобы избежать нежелательных сюрпризов, следует заранее рассчитать будущие потери и надлежащим образом оценить долгосрочные последствия для баланса ЦБ РФ. Издержки ЦБРФ, связанные с сокращением избыточных резервов, могут быть ниже в той мере, в которой правительство сможет эффективно способствовать поглощению ликвидности путем выпуска долговых обязательств, деноминированных в рублях. Таким образом, операции ЦБ РФ должны быть тщательно скоординированы с Министерством финансов.

26. **Для обеспечения согласованных сигналов о проводимой политике все ставки ЦБ РФ должны меняться параллельно.** После сужения коридора ставок до искомой ширины любые изменения ставки, обусловленной политикой, должны сопровождаться незамедлительными соответствующими изменениями процентных ставок по постоянным механизмам, с тем чтобы требуемая ширина коридора оставалась постоянной и все процентные ставки, включаемые в коридор, подавали одни и те же сигналы о проводимой политике. Один из полезных способов автоматизировать эту практику, который используется многими странами, применяющими системы коридоров, заключается в том, чтобы определять процентные ставки по постоянным механизмам в виде спредов по отношению к ставке, обусловленной политикой. Таким образом, при коридоре в 200 базисных пунктов депозитная ставка будет устанавливаться как ставка, обусловленная политикой, минус 100 базисных пунктов, а ставка рефинансирования — как ставка, обусловленная политикой, плюс 100 базисных пунктов.

Резервные требования

27. **Резервные требования не должны использоваться для осуществления поэтапных изменений курса денежно-кредитной политики.** Хотя резервные требования непосредственно влияют на банковскую ликвидность и, в принципе, могут быть использованы для внесения изменений в курс денежно-кредитной политики, на практике такое использование имеет существенные недостатки. В частности, оценить воздействие изменений резервных требований сложно, так как каждое изменение будет по-разному влиять на отдельные депозитные учреждения, в зависимости от депозитной базы каждого учреждения. Аналогичным образом, изменения резервных требований также могут быть более дезорганизующим. По этим причинам операции на открытом рынке (такие как аукционы РЕПО) обычно считаются предпочтительным и более точным инструментом управления ликвидностью. В большинстве развитых систем резервные требования меняются редко или вообще не меняются.

28. **Вместе с тем ставки можно было бы немного повысить в структурном разрезе.** Нормы резервов в России, составляющие 4–5½ процента, не очень высоки, и с этой точки зрения может существовать возможность для их повышения в структурном отношении (то есть на постоянной основе). Это может в небольшой мере способствовать поглощению избытка ликвидности в системе. Однако необходимо

сознавать, что резервные требования не могут играть основную роль в поглощении ликвидности. В частности, учитывая громадный размер избыточных резервов в системе, резервные требования потребовалось бы повысить до очень высоких уровней, прежде чем начало бы ощущаться значительное воздействие. Такие высокие нормы резервов (исходя из предположения о том, что они останутся неознаграждаемыми) фактически выступали бы в качестве высокого налога на банковскую систему, что тормозило бы долгосрочное развитие финансового сектора и создавало бы большие издержки для экономики. Кроме того, резервные требования являются относительно негибким инструментом и не должны устанавливаться на слишком высоком уровне, так как это может потребовать (частых) будущих изменений в случае изменения условий ликвидности. По этим причинам предпочтительно повысить резервные требования на небольшую величину, скажем, 1–2 процентных пункта, и опираться на операции открытого рынка для изъятия остающейся избыточной ликвидности. Кроме как в исключительных обстоятельствах (см. раздел V), резервные требования не должны устанавливаться на разных уровнях для резидентов и нерезидентов.

Передача сообщений

29. **Можно было дополнительно улучшить практику передачи сообщений о политике ЦБ РФ.** Применяемая ЦБ РФ в последнее время практика выпуска кратких заявлений после проведения заседаний по вопросам денежно-кредитной политики заслуживает одобрения и должна продолжаться. В целях обеспечения оптимальной поддержки курсовой политики важно, чтобы в заявлениях о политике достаточно откровенно и своевременно сообщалось об обеспокоенности относительно инфляции, с тем чтобы создать доверие и подготовить общественность к предстоящим мерам политики. Таким образом, следует избегать ситуации, которая возникла в конце 2010 года, когда прогнозы инфляции в заявлениях о политике ЦБ РФ были оптимистическими вплоть до момента, когда фактически началось ужесточение политики. Для того чтобы дополнительно улучшить передачу сообщений о политике ЦБ РФ, было бы полезно также начать публиковать информацию об инфляционных ожиданиях и среднесрочные прогнозы инфляции ЦБ РФ. Такая информация поможет общественности понимать контекст принимаемых решений политики. Кроме того, это будет способствовать передаче сообщения о том, что основное внимание денежно-кредитной политики направлено на инфляцию.

Е. Улучшение основы при ужесточении политики

30. **Совершенствование основы и ужесточение денежно-кредитной политики могут осуществляться одновременно.** Как отмечалось в начале настоящей главы, в настоящее время Россия сталкивается с двумя отдельными, но тесно связанными проблемами: во-первых, рост инфляции и связанная с этим необходимость ужесточения денежно-кредитной политики и, во-вторых, необходимость совершенствования основы денежно-кредитных операций для повышения

эффективности денежно-кредитной политики. Эти два вопроса могут и должны решаться параллельно, так как более эффективная основа операций значительно улучшит возможности ЦБ РФ в плане организации согласованных и адекватных мер политики в ответ на растущее инфляционное давление. Заслуживает внимание определение точного порядка проведения мер.

31. План действий мог бы включать нижеследующие этапы, которые должны быть завершены в течение 6–12 месяцев. Эти этапы представляют пример того, как мог бы выглядеть переход к усовершенствованной основе при одновременном ужесточении политики. Вместе с тем отметим, что точные сроки и методы осуществления каждого этапа будет зависеть от обстоятельств (которые могут меняться по мере их осуществления), и что степень ужесточения политики, предусматриваемая этими этапами, должна быть соизмерима с прогнозами инфляции.

- *Этап 1. Тщательно спланировать и разъяснить стратегию.* В самом начале важно принять детализированную стратегию постепенного внесения изменений в основу, с тем чтобы избежать неопределенности и изменчивости политики. Хотя эта стратегия должна быть достаточно гибкой, чтобы позволять адаптироваться к меняющимся обстоятельствам (например, в отношении степени ужесточения денежно-кредитной политики), основные принципы этого плана должны быть согласованы заранее и поддерживаться соответствующими ведущими директивными органами. После определения стратегии (что должно быть сделано в течение нескольких недель, а не месяцев), ЦБ РФ необходимо подготовить банки, рынки и общественность путем подробного разъяснения (направленности) намеченных изменений и предполагаемых сроков.
- *Этап 2. Незамедлительно приступить к изъятию ликвидности.* ЦБ РФ следует приступить к изъятию избыточных резервов путем расширения операций РЕПО и/или выпуска ОБР по рыночным ставкам. «Откачка» существующего объема избыточных резервов может занять определенное время. Это связано с тем, что банкам необходимо скорректировать и реорганизовать их собственные системы управления ликвидностью в ответ на изменение политики ЦБ РФ, и поэтому им следует предоставить обоснованно необходимое время для такого перехода (3—6 месяцев должно быть достаточно), в течение которого будут постепенно вводиться расширенные операции ЦБ РФ на открытом рынке. Учитывая, что пройдет определенное время, прежде чем изъятие резервов возымеет полное предусмотренное действие, важно как можно скорее приступить к изъятию ликвидности и постепенно, но решительно активизировать операции на открытом рынке в предстоящие месяцы. В это время ЦБ РФ мог бы также начать аннулировать излишние механизмы и рационализировать набор инструментов политики.

- *Этап 3а. Существенно повысить депозитные ставки.* В то время, пока расширение операций на открытом рынке начинает приводить к сокращению ликвидности, депозитная ставка, по всей вероятности, будет оставаться обязательной ставкой в системе в течение некоторого времени. Для осуществления ужесточения денежно-кредитной политики в этот период депозитную ставку следует повысить. Вероятно, это можно было бы сделать с достаточно большими приращениями — в 50–75 базисных пунктов на каждом этапе. Такая политика одновременно способствовала бы сокращению коридора до требуемых 200 базисных пунктов.
- *Этап 3б. Повысить ставку рефинансирования для подачи четкого сигнала об ужесточении политики.* На первом этапе ужесточения политики важно также повысить ставку рефинансирования, так как это подаст общественности максимально четкий сигнал о том, что ЦБ РФ начинает цикл ужесточения. Однако, чтобы не умалить усилия по сужению коридора, повышения ставки рефинансирования должны быть заметно меньшими (скажем, в размере 25 базисных пунктов), чем повышения депозитной ставки. В любом случае повышение ставки рефинансирования на этом этапе момент будет носить преимущественно символический характер, поскольку в течение данного этапа эта ставка останется необязательной.
- *Этап 4. Повысить резервные требования (по усмотрению).* Если принято решение о необходимости структурного повышения нормы резервов, его также лучше всего было бы провести на раннем этапе ввиду его последствий для объема операций на открытом рынке, необходимых для изъятия остающегося избытка ликвидности. В зависимости от желаемого уровня резервных требований и точных сроков такого повышения этот переход при необходимости можно разбить на несколько более мелких шагов, с тем чтобы предоставить банкам достаточно времени для адаптации.
- *Этап 5. Объявить новую ставку, обусловленную политикой.* После изъятия избыточных резервов до уровня, при котором ставка межбанковского рынка сблизится со ставкой по ООР, ЦБ РФ объявит новый целевой показатель политики — фактически равный ставке по ООР, — который должен заменить собой ставку рефинансирования в качестве «сигнальной» ставки, обусловленной политикой, в рамках основы денежно-кредитной политики. Поскольку новая ставка, обусловленная политикой, будет ниже ставки рефинансирования, необходимо четко разъяснить общественности технический характер этого изменения, с тем чтобы избежать возможной трактовки этой меры как ослабления политики. Любое дальнейшее ужесточение (или либерализация) денежно-кредитной политики с этого момента будет осуществляться путем повышения (понижения) новой ставки, обусловленной политикой, и проведения

ООР по мере необходимости для выравнивания ставки межбанковского рынка с вновь объявленным целевым показателем политики.

- *Этап 6. Завершить переход к узкому коридору.* В той мере, в которой ширина коридора на этом этапе будет продолжать превышать 200 базисных пунктов, ставку рефинансирования и депозитную ставку необходимо дополнительно скорректировать, с тем чтобы установить их на уровне 100 базисных пунктов выше и ниже ставки, обусловленной политикой, соответственно. И вновь, такие изменения будут носить в основном технический характер, и это должно быть четко разъяснено. Начиная с этого момента, любые последующие изменения ставки, обусловленной политикой, должны сопровождаться соответствующими изменениями ставок ПМ, с тем чтобы ширина коридора оставалась в диапазоне 200 базисных пунктов.

Г. Дополнительные меры политики: регулирование притоков капитала

32. **Более высокие процентные ставки могут привлечь притоки капитала.** Хотя Россия не испытывала значительных притоков капитала в период после кризиса, ужесточение денежно-кредитной политики, предположительно, может в какой-то момент вызвать возобновление притоков капитала. Если такие притоки окажутся значительными, они могут представить серьезные проблемы для политики, так как они потенциально могут привести к росту кредита и инфляции (как в докризисный период) и, в конечном счете, подорвать эффективность денежно-кредитной политики.

33. **Но в центре внимания денежно-кредитной политики должна находиться инфляция, а не регулирование притоков капитала.** В условиях растущего инфляционного давления поддержание ставок, обусловленных политикой, на низком уровне в целях ограничения притоков капитала не является целесообразным вариантом политики, так как это, в конечном счете, приведет к высокой инфляции. Поэтому для эффективного урегулирования проблем, связанных с потоками капитала, очень важно использовать другие инструменты политики, с тем чтобы создать возможность для заострения внимания денежно-кредитной политики непосредственно на контроле за инфляцией.

34. **Для урегулирования притоков капитала лучше всего подходят гибкие валютные курсы и меры налогово-бюджетной политики.** Первым средством защиты от возобновления притоков капитала должно быть обеспечение условий для свободной корректировки валютных курсов. Большая гибкость валютных курсов должна способствовать сдерживанию спекулятивных притоков и ограничению инфляции. Помимо этого, важнейшее значение имеет также надлежащий набор мер макроэкономической политики, направленных на ограничение внутреннего спроса. В этой связи с учетом того, что денежно-кредитная политика направлена, в первую очередь, на инфляцию, налогово-бюджетная политика должны быть главным

инструментом смягчения давления на реальный валютный курс в условиях растущих цен на нефть — то есть для этого она должна быть достаточно контрциклической.

35. Могут потребоваться также другие дополнительные меры политики.

В частности, следует укрепить пруденциальные нормативы, с тем чтобы ограничить риски кредитных бумов. Это может включать контрциклические нормативные требования, ограничения на кредиты в иностранной валюте и дифференцированные резервные требования (предпочтительно по валютам или срокам погашения, а не по резидентной принадлежности) для сокращения валютных рисков и рисков, связанных со сроками погашения. Важнейшую роль будет играть также улучшение надзора — это означает необходимость расширения полномочий центрального банка по проведению надзора не только за банками, но и их дочерними учреждениями.

36. При определенных обстоятельствах можно рассмотреть вопрос о применении мер контроля за капиталом, но они не являются заменителями надлежащих ответных мер макроэкономической политики. В условиях растущих притоков капитала стандартных макроэкономических и пруденциальных инструментов может быть недостаточно, или они могут не быть приемлемыми. Например, чрезмерное повышение валютного курса может снизить конкурентоспособность. Накопление резервов может быть сопряжено с высокими издержками, и (если они надлежащим образом не стерилизуются) оно может ускорить инфляцию. А сильная бюджетная позиция, особенно если она дополняется низким государственным долгом и устойчивыми международными резервами, может, напротив, в конечном счете, привлечь еще большие притоки. В таких условиях меры контроля за капиталом могут быть обоснованным компонентом более широкого пакета мер политики в ответ на резкий рост притоков капитала. Однако меры контроля не являются универсальным средством — их может быть трудно обеспечить правовой санкцией (особенно за пределами банковской системы), их можно обойти, и неясно, насколько они эффективны. Кроме того, они не могут служить заменой надлежащих мер макроэкономической политики и реформ, позволяющих экономике более гибко реагировать на воздействие продолжительных притоков капитала.

ПРИЛОЖЕНИЕ I

Россия. Инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации — предлагаемое упрощение

Вид	Срок	Ставка	Механизм	Периодичность
ООР	+ Овернайт	6,5 процента (= ставка, обусл. политикой)	РЕПО (валютный своп при жесткой ситуации с залоговым обеспечением)	Ежедневно
	7 дней		Обеспеченный залогом кредит (ломбардный; только залоговое обеспечение, входящее в перечень для ломбардных кредитов)	Еженедельно
ООР	+ Прямые	Рыночная ставка	Покупка иностранной валюты	По мере необходимости
ООР	+ 7–28 дней	Рыночная ставка Рыночная ставка	Депозитный аукцион Минфина Минимальный уровень ставки, обусловленной политикой, плюс 100 б.п. ввиду необеспеченности залогом	По мере необходимости
ООР	- 28 дней	Рыночная ставка	Депозитные аукционы	Еженедельно или по мере необходимости
ООР	- До 6 месяцев	Рыночная ставка	Облигации ЦБР (ОБР)	Еженедельно или реже
ООР	- Прямые	Рыночная ставка	Продажа государственных ценных бумаг или иностранной валюты	По мере необходимости
ПМ	+ Внутридневные	0%	Ломбардный	Постоянный
ПМ	+ Овернайт или 7 дней	Ставка, обусл. политикой +200 б.п.	РЕПО, валютный своп или ломбардный механизм; ставка, обусловленная политикой + 400 б.п. в случае внутридневного кредита, не погашаемого в срок	Постоянный
ПМ	+ 28 дней	Ставка, обусл. политикой +250 б.п.	Ломбардный; добавочные 100 б.п. в случае залогового обеспечения, не входящего в перечень для ломбардных кредитов	Постоянный
ПМ	- Овернайт	Ставка, обусл. политикой -300 б.п.	Депозит	Постоянный

Источник: МВФ (2008 год), «Россия — залоговое обеспечение для операций центрального банка» (Russia—The Collateral Framework for Central Bank Operations).

ЛІТЕРАТУРА

- Bindseil, Ulrich and Juliusz Jablecki (2011), *The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-to-Day Liquidity Management*, European Central Bank Working Paper No. 1350.
- Borio, Claudio, et al (2001) *Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area*, BIS Papers No. 9, Bank for International Settlements
- Gray, Simon (2011), *Central Bank Balances and Reserve Requirements*, IMF Working Paper WP/11/36.
- Gray, Simon and Nick Talbot (2006) *Handbooks in Central Banking: No 24—Monetary Operations*, Bank of England.
- Kahn, George (2010), *Monetary Policy under a Corridor Operating Framework*, *Federal Reserve bank of Kansas City Economic Review* (Fourth Quarter).

III. ИНДЕКС ФИНАНСОВЫХ УСЛОВИЙ ДЛЯ РОССИИ¹

В настоящей главе представлен новый индекс финансовых условий (ИФУ) для России. Обеспечивая содержательную агрегированную оценку денежно-кредитных условий, ИФУ является аналитическим инструментом, который потенциально может способствовать пониманию макрофинансовых связей в российской экономике. ИФУ указывает на то, что после быстрого восстановления с низшей точки рецессии общие финансовые условия в России стали умеренно положительными, обеспечивая тем самым определенную поддержку возобновлению экономического подъема. Однако в течение последнего года условия характеризовались значительными колебаниями, и в первые месяцы 2011 года ИФУ снизился, в основном из-за слабой конъюнктуры цен на рынке жилья.

А. Введение

- 1. В настоящей главе представлен индекс финансовых условий (ИФУ) для России.** Цель ИФУ — обеспечивать агрегированную меру денежно-кредитных и финансовых условий в российской экономике и анализировать их воздействие на макроэкономические результаты. По сравнению с более широко используемыми индексами денежно-кредитных условий (ИДКУ), ИФУ позволяет рассматривать более широкий набор финансовых переменных, которые могут оказывать влияние на условия агрегированного спроса и которые могут охватывать важные дополнительные каналы передачи воздействия денежно-кредитной политики.
- 2. ИФУ является аналитическим инструментом, который потенциально может способствовать нашему пониманию макрофинансовых связей в российской экономике.** Например, ИФУ предоставляет информацию об условиях кредита и об относительном уровне цен на активы, а также о том, как они влияют на экономику в целом. Немногие существующие показатели предоставляют такую информацию, и в настоящее время относительно мало известно об этих связях в экономике России. ИФУ иногда используются также как исходные данные для моделей макроэкономического прогнозирования. Поскольку ИФУ является новым показателем для России, его результаты следует интерпретировать с некоторой осторожностью. ИФУ не призван служить в качестве операционного инструмента и еще в меньшей степени — в качестве операционного целевого показателя. Чтобы использовать его как основу для принятия решений экономической политики, предоставляемая ИФУ информация должна дополняться информацией, получаемой при помощи более широкого набора ключевых макроэкономических показателей (например, в центре внимания денежно-кредитной политики должны находиться изменения прогнозируемой инфляции — вопрос, непосредственно не затрагиваемый ИФУ).

¹ Подготовлено Дэвидом Хофманом.

В. Методология

3. **В ИФУ агрегируются финансовые переменные, взвешенные по их статистическому воздействию на ВВП.** Для построения ИФУ проводится анализ набора финансовых переменных с учетом воздействия каждой из этих переменных на реальный ВВП. Наиболее значимые переменные отбираются и агрегируются с относительными весами, определяемыми их статистическим вкладом в изменения реального ВВП. Отметим, что, хотя ИФУ могут использоваться в качестве опережающего индикатора экономического роста, служить точным прогнозным показателем ВВП не является его главной задачей. Скорее этот показатель предназначен для того, чтобы предоставлять информацию о финансовых условиях и той степени, в которой они поддерживают экономическую активность. Поэтому ИФУ не включают нефинансовые переменные, такие как цены на нефть, даже несмотря на то, что их включение могло бы улучшить общую аппроксимацию модели.

4. **Для анализа воздействия переменных на ВВП применяется векторно-авторегрессионная модель (VAR).** Существуют различные возможные подходы к построению ИФУ². В настоящей главе, в соответствии с работами Goodhart and Hofmann (2001) и Swiston (2008), среди прочих, используется VAR для оценки коэффициентов ИФУ. Главным преимуществом подхода на основе VAR является то, что она позволяет включать сложные, эндогенные двусторонние взаимодействия между финансовыми переменными и экономической активностью, а также между самими финансовыми переменными. Веса ИФУ определяются с использованием функций импульсного отклика из системы VAR.

С. Построение ИФУ для России

5. **При проведении любого статистического анализа данных по России возникают значительные проблемы, которые заставляют воспринимать результаты оценки с оговорками.** Первая проблема, связанная с относительно короткой историей Российской Федерации, заключается в доступности лишь очень коротких временных рядов данных: немногие непрерывные ряды данных охватывают более ранние периоды, чем середина 1990-х годов, и многие ряды финансовых данных начинаются только в 2000-е годы. Кроме того, в связи с двумя крупными финансовыми кризисами (1998 года и 2008–2009 годов), которые произошли за последние 15 лет, эти сегменты данных могут быть очень волатильными. Дальнейший период совпадает со структурными преобразованиями в России: экономика, в которой финансовый сектор играл относительно небольшую роль, превратилась в экономику, в которой финансовые условия оказывают все большее воздействие на экономические показатели.

² См. работы Beaton et al. (2009) и Natzius et al (2010), в которых приводятся полезные информационные обзоры литературы по ИФУ и существующих ИФУ.

6. **Для ослабления ограничения, связанного с короткими рядами данных, в случае некоторых финансовых переменных используются месячные данные.** Этот подход облегчается тем фактом, что Министерство экономики России составляет месячные оценки ВВП, которые соответствуют официальным данным национальных счетов. Финансовыми переменными, которые проверяются в различных спецификациях, являются: (i) реальный эффективный обменный курс рубля (РЭВК), (ii) реальная ставка по 10-летним облигациям Казначейства США, (iii) реальная 3-месячная ставка MOSPRIME, (iv) реальная средняя процентная ставка по депозитам, (v) реальная широкая денежная масса, (vi) реальные фондовые индексы бирж РТС (RTS) и ММВБ (MICEX), (vii) реальные цены на жилье (существующие дома) и (viii) индекс условий заимствования Российского экономического барометра (РЭБ)³. Все данные имеют логарифмическую форму, за исключением процентных ставок США и России.

7. **Ввиду недоступности данных окончательная выборка ограничивается 2002–2010 годами, но преимущества более длинной выборки, по всей вероятности, были бы небольшими.** Данные по ценам на жилье, широкой денежной массе, ставке ММВБ и ставке MOSPRIME налагают ограничения на размер выборки, поскольку они имеются только начиная с 2000–2002 годов. Исключение этих переменных позволило бы начать выборку данных примерно с конца 1996 года. Однако экспериментирование с различными спецификациями модели позволяет сделать вывод о том, что оценки за более длительные периоды времени не дают более значимых результатов, чем те, которые основаны на более коротких выборках (возможно, этот вывод отражает повышение относительного воздействия финансовых условий с течением времени, что делает более недавние периоды более значимыми). На этом фоне в своей окончательной спецификации модель оценивается на основе относительно короткой выборки данных за 2002–2010 годы, без ограничений, связанных с доступностью переменных.

8. **Данные анализировались в форме первых производных и отклонений от равновесного состояния («разрывов»).** Данные проверялись в двух разных формах. Во-первых, они анализировались в виде простых годовых процентных изменений по отношению к *темпу роста* ВВП. И, во-вторых, они проверялись как отклонения от их равновесных значений (или долгосрочного тренда) по отношению к *разрыву между потенциальным и фактическим объемом производства (разрыву производства)*. Последний подход должен быть более содержательным, так как для многих финансовых переменных (например, процентных ставок) их относительные или абсолютные уровни могут иметь большее значение для экономического роста, чем предельные изменения.

9. **Для упрощения подхода на основе разрывов по каждой переменной определялись равновесные значения.** В случае ВВП тренд (или «потенциальный» рост») определяется с использованием модифицированного фильтра LRX. В случае

³ Индекс условий заимствования РЭБ основан на обследовании и показателях доли российских компаний, которые сообщают об улучшении условий заимствования в предыдущий месяц.

российской краткосрочной процентной ставки, в соответствии с теорией, использовался также аналогичный трендовый темп роста ВВП как представительный показатель равновесной ставки, но с использованием более высокого сглаживающего параметра, с тем чтобы уменьшить влияние краткосрочных колебаний потенциального роста. Применительно к РЭВК и ценам на жилье рассчитываются линейные тренды, а равновесное значение условий кредитования РЭБ аппроксимируется его средним значением за все прошлые периоды. Динамические тренды остальных переменных оценивались с использованием стандартных фильтров.

10. Как и ожидалось, было установлено, что подход на основе разрывов дает более значимые результаты, и обсуждаемые ниже выводы основаны на этом подходе. Переменная широкой денежной массы оказалась незначимой во всех спецификациях модели и потому была исключена⁴. Для внутренней процентной ставки и индекса фондового рынка были выбраны показатели, дающие лучшие результаты (ставки ММВБ и MOSPRIME, соответственно), с исключением альтернативных аналогичных показателей.

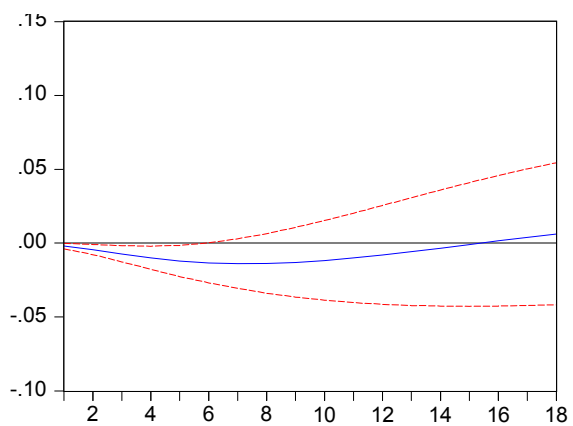
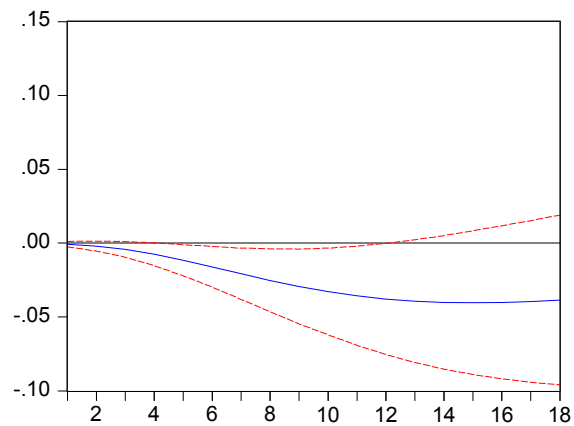
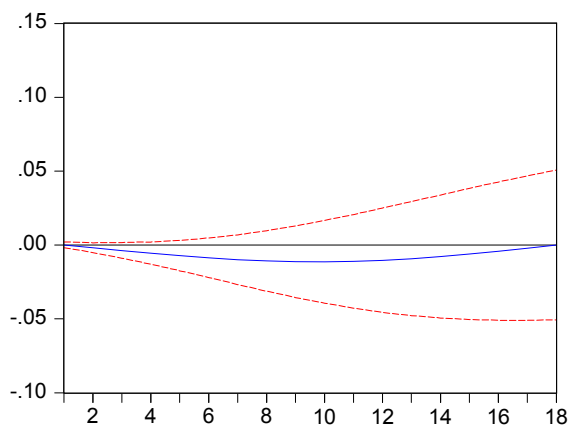
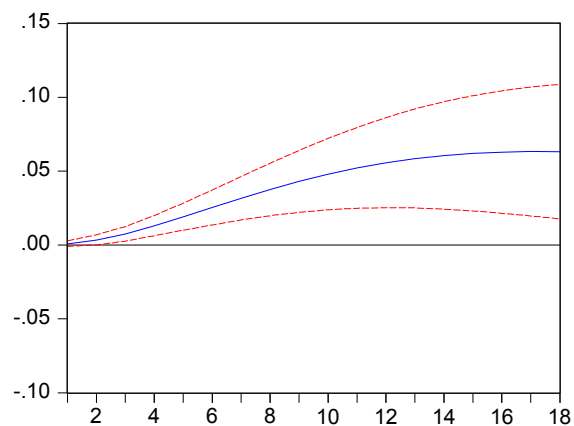
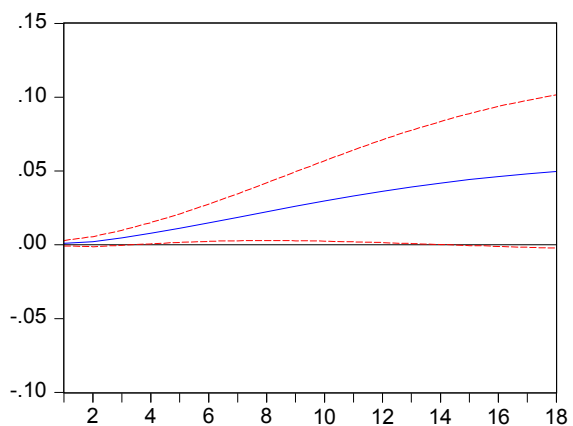
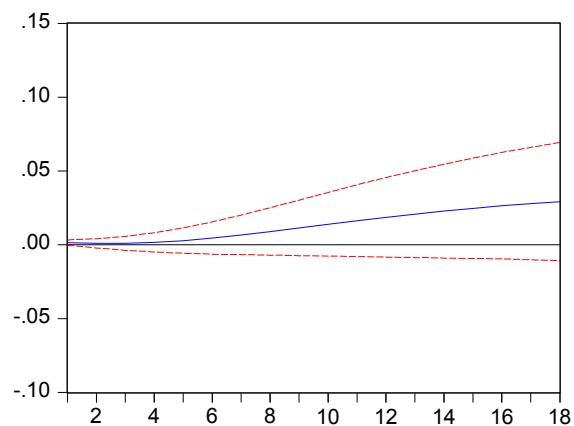
Д. Результаты оценки и ИФУ

11. Функции импульсного отклика показывают, что отобранные переменные оказывают значительное влияние на разрыв производства. Рисунок на следующей странице показывает результаты, полученные при помощи функций импульсного отклика (ФИО), в отношении разрыва производства для остающихся переменных в окончательной системе VAR. Показано, что каждая переменная оказывает значительное воздействие на разрыв производства (Y) с ожидаемым правильным знаком. Единственное исключение — переменная цен на жилье (ЦЖ), которая имеет правильный знак, но немного не достигает уровня значимости при 95-процентном интервале доверия. Тем не менее, цены на жилье оставляются в системе ввиду их теоретической важности как одного из основных финансовых показателей, а также потому, что эта переменная, как правило, становится значимой в альтернативных спецификациях модели. ФИО иллюстрируют соотношение каждой переменной с ВВП.

- Более высокие уровни долгосрочной процентной ставки США (% США) и ставки российского денежного рынка (% России) оказывают явное отрицательное воздействие на рост ВВП, хотя эти эффекты относительно быстро оказываются незначимыми в случае процентной ставки США.

⁴ Это результат отличается от результата в работе Akerli et al. (2010), опубликованной в Goldman Sachs, в которой устанавливается значимая связь между широкой денежной массой и ростом объема производства, и широкая денежная масса включается в качестве одной из переменных ИФУ по России.

Совокупный отклик на инновации по Холески с 1 стандартным отклонением \pm 2 стандартные ошибки

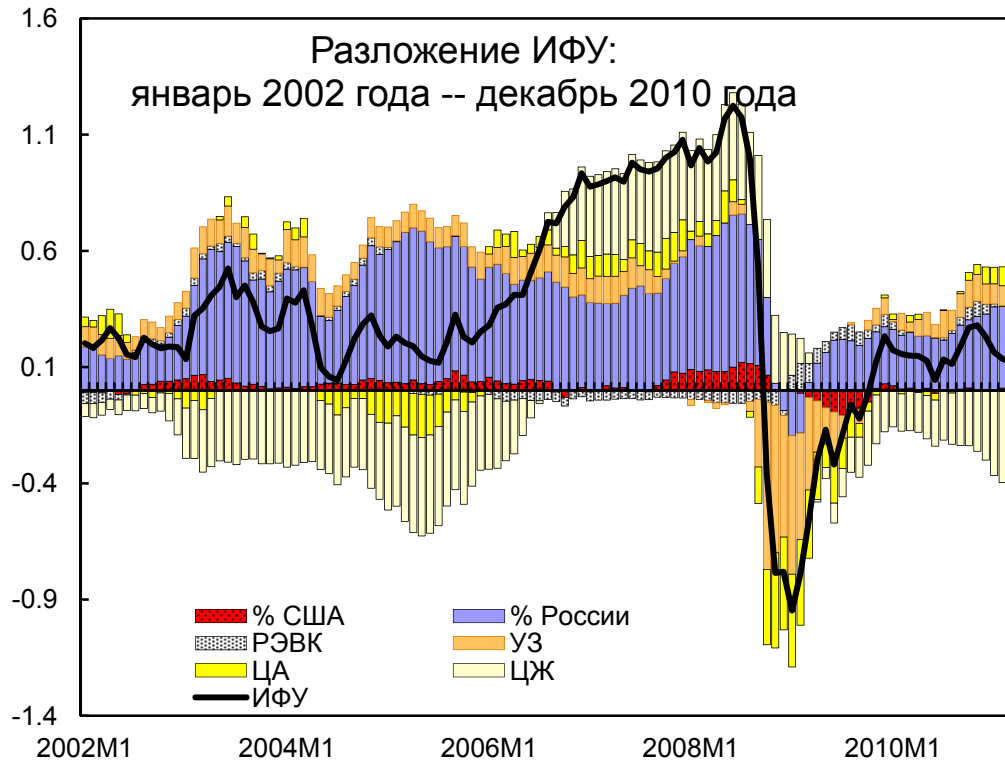
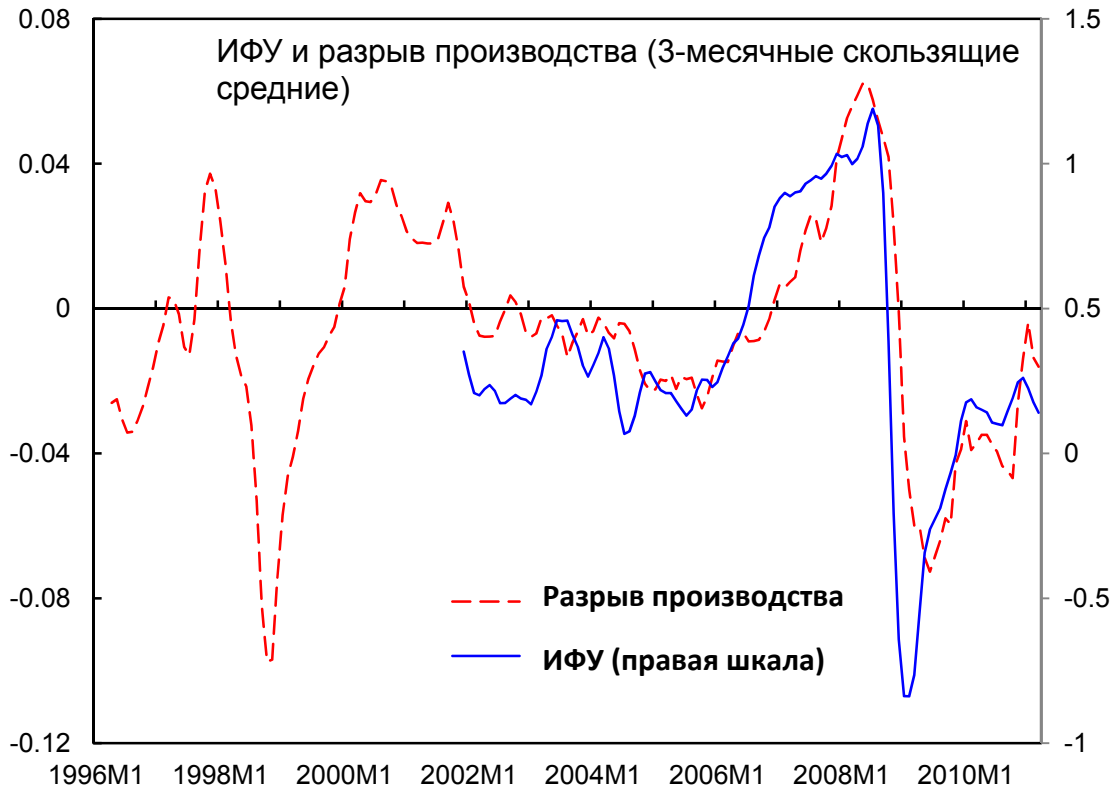
Совокупный отклик Y на процентную ставку СШАСовокупный отклик Y на процентную ставку РоссииСовокупный отклик Y на РЭВКСовокупный отклик Y на УЗСовокупный отклик Y на ЦАСовокупный отклик Y на ЦЖ

- Более общие условия кредитования, измеряемые индексом условий заимствования (УЗ) РЭБ, оказывают особенно сильное и значительное влияние на ВВП, что говорит о том, что этот показатель содержит важную дополнительную информацию относительно условий кредитования, помимо той, которая содержится в процентных ставках (в частности, информацию о кредитоспособности заемщиков и избирательности кредиторов).
- Показано также, что повышения цен на активы оказывают положительное влияние на экономическую активность, причем воздействие цен на акции (ЦА) реализуется несколько быстрее, чем воздействие цен на жилье (ЦЖ). Что касается цен на жилье, следует отметить, что в российском контексте их влияние на экономическую активность с меньшей вероятностью осуществляется по каналу потребления домашних хозяйств (как, например, в США), поскольку в России розничный ипотечный рынок менее развит. Вместо этого представляется, что воздействие цен на жилье передается в основном через деятельность по строительству жилья.

12. **ИФУ для России составляется с использованием совокупных откликов переменных для определения весов отдельных переменных.** Хотя максимальное (значимое) влияние каждой переменной достигается с несколько различными лагами, мы определяем веса на основе совокупного отклика спустя 12 периодов, стремясь уравновесить аспекты размера и значимости влияния между 6 переменным. Итоговый ИФУ показан на следующей странице, вместе с рисунком, на котором изображено разложение ИФУ по отдельным компонентам.

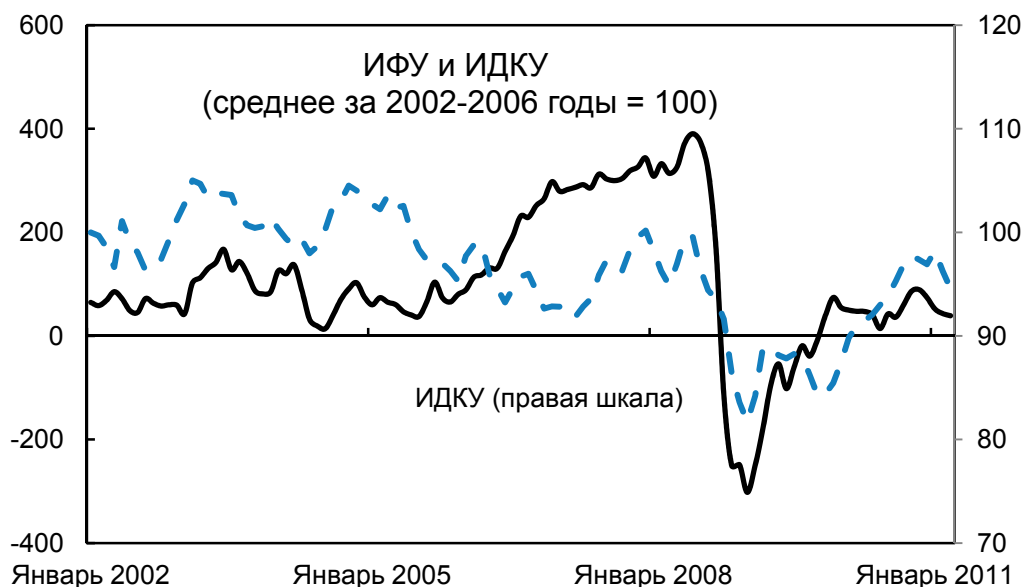
13. **МФУ демонстрирует хорошие результаты и предоставляет информацию о роли финансовых условий в недавних циклических изменениях.** Оцениваемый ИФУ позволяет хорошо отслеживать разрыв производства с относительно высокой корреляцией на уровне 0,75. На рисунке продемонстрировано, как финансовые показатели значительно ослабли в 2006–2008 годы, в частности в связи с низкими (отрицательными) реальными процентными ставками и резко растущими ценами на жилье. Условия резко ухудшились с наступлением глобального кризиса в конце 2008 года. Резкое ужесточение условий кредитования (связанное с более высокими процентными ставками и, вероятно, более дифференцированным подходом кредиторов) было основным фактором этого ухудшения, которое усугублялось глубоким обвалом фондового рынка. С первого квартала 2009 года финансовые условия значительно улучшились, в частности, благодаря снижению реальных процентных ставок и либерализации общих условий кредита. Эти улучшения финансовых условий повели за собой процесс восстановления в реальном секторе.

14. **Вслед за быстрым восстановлением после кризиса общие финансовые условия несколько ухудшились в последнее время в связи с разочаровывающими тенденциями в области цен на жилье.** После временного спада летом 2010 года, вызванного потрясениями на международном рынке в связи с финансовыми проблемами в Греции, ИФУ продолжал улучшаться во второй половине 2010 года. Однако в последнее время условия стали несколько более жесткими, так как вновь наступившее ослабление на рынке жилья негативно отразилось на ИФУ. На этом фоне финансовые условия в настоящее время обеспечивают лишь умеренную поддержку возобновлению экономического подъема.



Е. ИФУ и ИДКУ

15. **ИФУ лучше приспособлен для объяснения подъемов и спадов в последнее время, чем ИДКУ.** Для оценки масштабов дополнительной информации, предоставляемой ИФУ, по сравнению с более простым индексом денежно-кредитных условий (ИДКУ), на рисунке ниже показан построенным нами новый ИФУ, наряду с ИДКУ, который в последние годы использовался персоналом МВФ в качестве одного из аналитических инструментов; этот новый индекс основан только на изменениях процентной ставки и РЭВК. Сравнение носит иллюстративный характер.



- Из рисунка ясно, что ИДКУ предоставляет относительно мало информации об условиях, которые привели к подъему в 2006–2008 годы. В действительности «денежно-кредитные условия», измеряемые ИДКУ, фактически были более жесткими в течение большей части этого периода (в связи с повышением курса рубля и растущими реальными процентными ставками). Напротив, ИФУ показывает (благодаря включению кредитного обзора РЭБ и цен на жилье), что общие финансовые условия были существенно смягчены в эти годы, что, предположительно, способствовало быстрому росту ВВП и, в конечном счете, перегреву экономики.
- Представляется также, что ИФУ лучше охватывают крайне тяжелые условия во время рецессии 2008/2009 годов, когда резко повышающиеся нормы кредитования и стремительно снижающиеся цены акций сделали финансовые условия особенно жесткими. ИДКУ, хотя также снижающийся, показывает значительно менее драматическую картину в этот период (в том числе из-за того, что в этом индексе снижение курса рубля компенсирует большую часть резкого прироста реальных процентных ставок). Наконец, рассматривая текущие условия, ИДКУ показывает резкое непрерывное улучшение в течение 2010 года, которое выводит денежно-кредитные условия в целом обратно на докризисные уровни. ИФУ, напротив, говорит о том, что в то же время общие финансовые условия улучшились значительно меньше из-за препятствий, создаваемых резко снижающимися ценами на жилье.

ЛІТЕРАТУРА

- Akerli, Ahmet, Anna Zadornova, and Jonathan Pinder (2010), Financial Conditions Signal Growth Divergence in the New markets, *Goldman Sachs New Market Analyst* No. 10/01.
- Beaton, Kimberly, René Lalonde, and Corinne Luu (2009), *A Financial Conditions Index for the United States*, Bank of Canada Discussion paper 2009–11.
- Goodhart, Charles and Boris Hofmann (2001), *Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy*, Paper prepared for the conference “Asset Prices, Exchange rates, and Monetary Policy,” Stanford University, 2–3 March.
- Hatzius, Jan, Peter Hooper, Frederic Mishkin, Kermit Schoenholtz, and Mark Watson (2010), *Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis*, NBER Working Paper No. w16150.
- Swiston, Andrew (2008), *A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due*, IMF Working Paper WP/08/161.

IV. УКРЕПЛЕНИЕ НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНЫХ ОСНОВ В РОССИИ¹

А. Резюме

- 1. Более масштабный план бюджетной консолидации способствовал бы экономической стабильности и повышению устойчивости государственных финансов.** Крупные меры бюджетного стимулирования, проведенные во время недавнего кризиса, столкнули государственные финансы России с устойчивой траекторией динамики. Текущие планы консолидации являются недостаточными для обращения вспять последствий бюджетного стимулирования и оставляют базовое сальдо бюджета на уровне, который существенно превышает устойчивый. Это создает обеспокоенность тем, что по мере восстановления экономического подъема налогово-бюджетная политика станет проциклической, подталкивая повышение реального курса и инфляцию и подрывая конкурентоспособность. А неблагоприятные для роста меры в рамках среднесрочного бюджета ведут к дальнейшему ухудшению экономических перспектив². Вследствие этого, состояние государственных финансов России в настоящее время является более уязвимым, чем в докризисный период, несмотря на высокие цены на нефть.
- 2. Эти факторы уязвимости дополнительно усиливаются слабостью основ политики.** Хотя многие аспекты основ политики формально близки к оптимальной практике, фактические меры политики в последние годы все более отклонялись от оптимальной практики. В частности, сохранение в центре внимания общего, а не ненефтяного сальдо и регулярное использование дополнительных бюджетов для расходования имеющих чрезвычайный характер поступлений от нефти способствует проциклическости налогово-бюджетной политики, создавая риск образования циклов всплесков и спадов, наносящих значительный ущерб. Кроме того, при низком уровне средств в Резервном фонде России потребуется все в большей мере опираться на рыночное финансирование для покрытия своих крупных прогнозируемых общих дефицитов.
- 3. При этом укрепление налогово-бюджетных основ с параллельным проведением более масштабной бюджетной консолидации могло бы принести множество выгод.** Уменьшение налогово-бюджетных факторов уязвимости и повышение доверия к налогово-бюджетной политике повысят уверенность инвесторов и будут привлекать устойчивые и продуктивные иностранные инвестиции, которые оказывают стимулирующее влияние на рост. В качестве дополнительной выгоды уменьшение уязвимости будет означать меньшие потребности в поддержании буферных запасов в Резервном фонде. Любые «избыточные» авуары Резервного фонда в этом случае можно будет перевести в Фонд национального благосостояния для

¹ Подготовили Чарлин Гаст и Дарья Захарова.

² См. следующую главу.

финансирования долгосрочных обязательств по пенсиям, за счет этого дополнительно снижая степень уязвимости государственных финансов России.

4. **Исходя из этого, в настоящей записке предлагается несколько мер по совершенствованию основ налогово-бюджетной политики**, в том числе следующие: i) сосредоточение внимания на ненефтяном сальдо в качестве якоря для налогово-бюджетной политики; ii) использование правила на базе модели постоянного дохода от нефти (МПДН) для установления целевых показателей, совместимых с долгосрочной устойчивостью государственных финансов; iii) недопущение чрезмерного использования дополнительных бюджетов; iv) восполнение средств в Резервном фонде (созданном как фонд «на черный день»). Более прочные налогово-бюджетные основы вместе с более масштабной бюджетной консолидацией должны создать благоприятный круг взаимовлияний уменьшения налогово-бюджетной (и экономической) уязвимости, повышения доверия и увеличения темпов роста.

В. Введение

5. **Будучи страной-производителем нефти, Россия сталкивается с достаточно сложными проблемами в управлении своей налогово-бюджетной сферой.** Поступления от нефти, как правило, характеризуются высокой изменчивостью и неопределенностью по сравнению с другими государственными поступлениями вследствие изменчивости цен на нефть и неопределенности, связанной с размерами и истощением запасов нефти³. Вследствие этого, сегодняшние решения в отношении объемов инвестиций в мощности по производству нефти, темпов добычи нефти и использования поступлений от нефти с большой вероятностью будут иметь значительные долгосрочные экономические последствия. Кроме того, поскольку поступления от нефти по большей части идут из иностранных источников в форме доходов от экспорта, они могут оказывать существенное влияние на реальный обменный курс и конкурентоспособность страны в зависимости от того, как осуществляется управление притоком иностранной валюты.

6. **В этой связи России следует рассмотреть ряд ключевых вопросов в отношении налогово-бюджетной политики и управления поступлениями от нефти и нефтяным богатством.** Эти вопросы включают следующее: как более точно оценивать направленность налогово-бюджетной политики, чтобы лучше ее учитывать при принятии решений о мерах политики; как оградить государственные расходы и не связанную с нефтью экономику от высокой изменчивости поступлений от нефти (и их неопределенности); как решить вопросы долгосрочной устойчивости и справедливости в распределении ресурсов между поколениями.

7. **Однако в последние годы Россия решала эти вопросы не столь хорошо, как могла бы.** В центре внимания налогово-бюджетной политики находится общее, а не

³ В России также имеются крупные запасы природного газа. Однако для простоты в настоящем документе в отношении России используется «нефть» как сокращение от «нефти и газа».

ненефтяное сальдо. Это ведет к процикличности налогово-бюджетной политики, усиливающей всплески экономической активности, ведущие затем к кризису. При существующем в настоящее время давлении в сторону расходования чрезвычайных поступлений от нефти, задача обеспечения долгосрочной устойчивости и справедливости распределения между поколениями оказалась на последнем месте.

8. Для достижения более высокой действенности в проведении политики требуются надлежащим образом разработанные и последовательно применяемые налогово-бюджетные основы. Учитывая тот факт, что в ответ на кризис Россия проводила масштабные меры бюджетного стимулирования, существует насущная необходимость отказа от связанных с кризисом мер и возвращения к устойчивой направленности налогово-бюджетной политики, поскольку кризис отступил, а цены на нефть находятся на высоком уровне. Более прочные налогово-бюджетные основы вместе с более масштабной бюджетной консолидацией должны создать благоприятный круг взаимовлияний уменьшения налогово-бюджетной (и экономической) уязвимости, повышения доверия и увеличения темпов роста.

9. **В настоящей главе предлагаются меры по укреплению налогово-бюджетных основ России.** В ней приводятся конкретные рекомендации по укреплению налогово-бюджетных основ в России и их приведению в соответствие с оптимальной практикой. Глава построена следующим образом: в разделе С обсуждается мировая оптимальная практика. В разделе D приводится обзор текущих основ и дается оценка того, как они соотносятся с оптимальной практикой. И наконец, в разделе E представлены рекомендации по согласованию основ с оптимальной практикой.

С. Оптимальная практика⁴

Оценка макрофискального состояния

10. **Особый характер поступлений от нефти затрудняет оценку макрофискального положения в странах-производителях нефти (СПН), таких как Россия.** Обычные налогово-бюджетные показатели и инструменты, такие как общее и циклически скорректированное первичное сальдо (ЦСПС) и анализ устойчивости долговой ситуации (ДСА) недостаточны для того, чтобы полностью оценить краткосрочное состояние и более долгосрочную устойчивость государственных финансов.

- *Общее сальдо и ЦСПС.* Показатели ЦСПС обычно более полезны для оценки направленности налогово-бюджетной политики страны, чем общее сальдо, поскольку они не включают чистые процентные платежи (на которые не влияют краткосрочные решения директивных органов) и влияние автоматических стабилизаторов (изменения государственных доходов и расходов в ответ на

⁴ Этот раздел основан на работе Medas and Zakharova (2009).

изменение циклического состояния экономики — см. вставка 1) на общее сальдо. Соответственно, ЦСПС представляет дискреционную часть налогово-бюджетной политики. Однако в то время как улучшение ЦСПС обычно свидетельствует о дискреционном ужесточении налогово-бюджетной политики, подобное же улучшение этого показателя в СПН может быть связано с более высокими ценами на нефть и более высокими поступлениями от нефти, направляемыми на финансирование роста расходов, а потому скрывающими налогово-бюджетный импульс, создаваемый для экономики. Когда фактический объем производства выше потенциального, подобный налогово-бюджетный импульс может вести к процикличности налогово-бюджетной политики и перегреву экономики.

- *ДСА.* Традиционный ДСА в основном сосредоточен на уровне валового долга и достижении устойчивого в долгосрочном плане первичного сальдо государственных финансов, обычно определяемого как такое сальдо, которое обеспечивает поддержание отношения долга к ВВП на постоянном уровне в среднесрочной перспективе. Однако стратегии, направленные на стабилизацию положительного чистого отношения долга к ВВП, обычно не являются оптимальными или даже не согласуются с устойчивостью государственных финансов в СПН, поскольку они могут вести к взрывной динамике долга при исчерпании нефти, если базовый дефицит бюджета велик, а рост в ненефтяном секторе имеет низкие темпы.

Вставка 1. Автоматические стабилизаторы

Автоматические стабилизаторы представляют собой изменения в государственных доходах и расходах в ответ на изменение циклического состояния экономики. В случае спада налоговые поступления от доходов физических лиц и прибыли корпораций обычно уменьшаются быстрее, чем национальный доход. В системе прогрессивного налогообложения доходов налоговые поступления, как правило, сокращаются быстрее, чем доходы домашних хозяйств, поскольку во время спада налогоплательщики сдвигаются в группы по доходам, для которых установлены более низкие ставки. Аналогичным образом, прибыль предприятий обычно сокращается быстрее, чем оборот, вследствие чего уменьшается доля налогов с прибыли в ВВП. На стороне расходов платежи по безработице и социальному обеспечению автоматически увеличиваются с ростом безработицы во время спада. Все в совокупности эти факторы ведут к «автоматическому» ухудшению сальдо бюджета в ходе спада, что создает амортизирующее действие на экономическую деятельность.

11. **По этим причинам традиционные налогово-бюджетные показатели и инструменты в случае СПН должны дополняться ненефтяными показателями и анализом долгосрочной динамики чистого богатства государства, включая запасы нефти в земле.** Нефтяные налогово-бюджетные показатели, такие как нефтяное сальдо, должны играть ключевую роль в определении налогово-бюджетной политики в СПН, поскольку они могут раскрывать истинную базовую направленность динамики в налогово-бюджетной сфере. Тремя наиболее полезными показателями в случае России являются изменения в реальных расходах, нефтяное первичное сальдо (ННПС) и циклически скорректированное нефтяное первичное сальдо (ЦСННПС). Вопросы долгосрочной устойчивости государственных финансов и управления нефтяным богатством обсуждаются в разделе С.

- *Изменения в реальных расходах.* Хотя они и являются традиционным показателем, изменения в реальных расходах (т.е. номинальные расходы, дефлированные на какой-либо показатель цен, такой как дефлятор государственного потребления, дефлятор ВВП или индекс потребительских цен) могут показывать более четко эволюцию государственных расходов, чем рассмотрение просто номинальных расходов, особенно в случае высокой инфляции, как это имеет место в России.
- *ННПС.* Помимо того, что в нем не учитываются чистые процентные платежи, данный показатель не включает поступления от нефти и потому является лучшим показателем влияния дискреционной налогово-бюджетной политики на внутренний спрос, чем общее сальдо. В идеале ННПС следует выражать в процентах от ненефтяного ВВП, но в отсутствие надежных оценок ненефтяного ВВП, как в случае России, можно использовать его отношение к совокупному ВВП⁵.
- *ЦСННПС.* Данный показатель не включает влияние автоматических стабилизаторов на ненефтяное сальдо и потому вносит коррекцию в показатель направленности налогово-бюджетной политики с учетом влияния делового цикла. Как и ННПС, его следует выражать в процентах от ненефтяного ВВП. Норвегия является примером страны, где в качестве якоря для налогово-бюджетной политики используется ЦСННПС в процентах от ненефтяного ВВП. В Чили также применяется один из вариантов циклически скорректированного сальдо, но оно не выражается как доля не связанного с природными ресурсами ВВП. Однако в случае России оценки автоматических стабилизаторов следует рассматривать с определенной осторожностью, поскольку количественная оценка потенциального ВВП осложняется недостатком надежных данных по ненефтяному ВВП и крупными структурными сдвигами, которые произошли в стране в последнее десятилетие⁶. По этой причине для оценки направленности налогово-бюджетной политики в России рекомендуется рассматривать сразу несколько показателей, включая ННПС и изменения в реальных расходах.

⁵ Это объясняется тем фактом, что совокупный ВВП в СПН с крупными нефтяными секторами, как правило, колеблется вместе с ценами на нефть и ее производством, что вызывает существенные изменения в относительных значениях ненефтяных налогово-бюджетных переменных с течением времени. Поэтому использование совокупного ВВП для нормализации ненефтяного сальдо может уменьшать содержательность оценки состояния государственных финансов, если динамика этого относительного показателя в значительной мере определяется изменениями знаменателя.

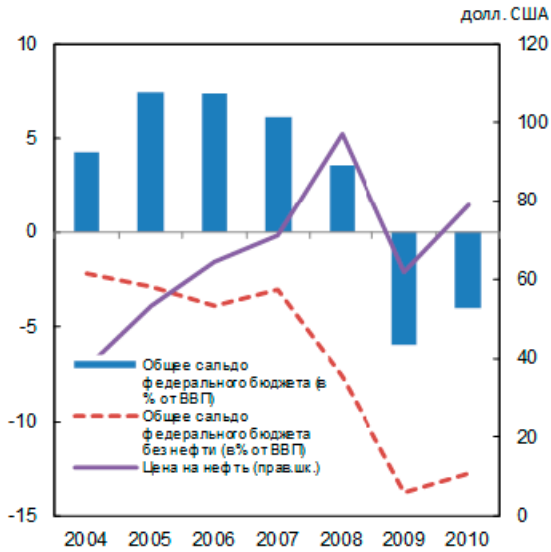
⁶ Эти оценки указывают в верном направлении, но их размеры могут быть завышены. Это объясняется тем, что в условиях ограничений данных (в том числе при наличии структурных разрывов), отмеченных выше, персонал МВФ строил свои расчеты размера автоматических стабилизаторов в России на эластичности государственных поступлений, наблюдаемой в других странах. Эти значения эластичности, которые были оценены для стран с прогрессивной системой налогообложения, могут давать завышенные оценки автоматических стабилизаторов в России, учитывая используемую в ней единую ставку подоходного налога.

12. **Приведенный ниже рис. 1 иллюстрирует полезность использования ряда показателей для оценки налогово-бюджетной политики в России.** В частности, общие профициты необязательно свидетельствуют об осторожности налогово-бюджетной политики, поскольку есть возможность иметь общий профицит даже в тех случаях, когда нефтегазовое сальдо ухудшается.

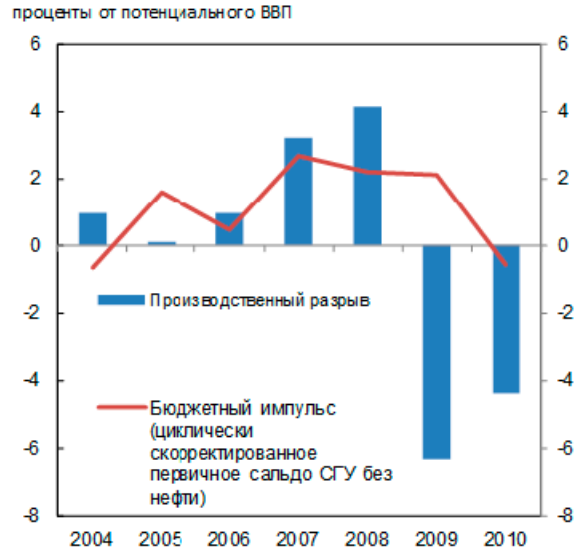
- Верхний график показывает, что профицит государственных финансов необязательно является признаком осторожной налогово-бюджетной политики. Когда в 2004–2008 годах цены на нефть повышались, традиционные показатели, такие как общее сальдо бюджета федерального правительства (показанное столбцами) указывало на то, что состояние государственных финансов ухудшалось, о чем свидетельствовало устойчивое уменьшение профицита государственных финансов. Это ухудшение состояния видно еще более ясно, если рассмотреть нефтегазовое общее сальдо бюджета федерального правительства (показанное красной линией).
- Эти выводы подкрепляются динамикой ЦСННПС. Второй график очень четко показывает, что в 2004–2010 годах налогово-бюджетная политика была проциклической, за исключением 2004 и 2009 годов (глобальный финансовый кризис), поскольку налогово-бюджетный импульс, определяемый как изменение ЦСННПС, был положительным (отрицательным), когда разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства оказывался положительным (отрицательным). Налогово-бюджетная политика имела надлежащую антициклическую направленность в ходе кризиса и в 2004 году.
- Третий график показывает, что динамика циклически скорректированных нефтегазовых показателей (ЦСННПС) и показателей, не скорректированных на состояние делового цикла (ННПС), ведут к тому же выводу в отношении направленности налогово-бюджетной политики в России: оба показателя свидетельствуют об ухудшении состояния государственных финансов в 2005–2009 годах.
- И наконец, чтобы показать ценность рассмотрения целого ряда показателей для оценки направленности налогово-бюджетной политики, на четвертом графике показано, как реальные первичные расходы на уровне всего сектора государственного управления увеличивались вместе с ценами на нефть, что дополнительно иллюстрирует, как проциклическая политика способствовала перегреву экономики России до кризиса.
- И наконец, чтобы показать ценность рассмотрения целого ряда показателей для оценки направленности налогово-бюджетной политики, на четвертом графике показано, как реальные первичные расходы на уровне всего сектора государственного управления увеличивались вместе с ценами на нефть, что дополнительно иллюстрирует, как проциклическая политика способствовала перегреву экономики России до кризиса.

Рисунок 1. Россия. Традиционные и нефтяные налогово-бюджетные показатели, 2004–2010 годы

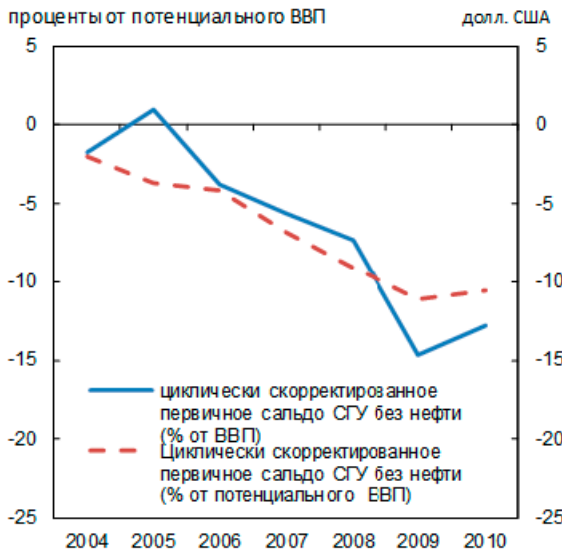
Ухудшение состояния государственных финансов, несмотря на повышение цен на нефть...



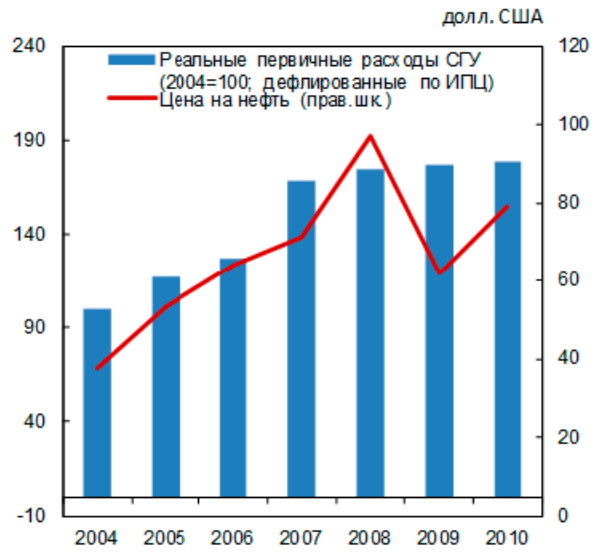
...вело к проциклической политике.



Нефтяные и циклически скорректированные показатели свидетельствуют о том же...



...как и реальные расходы.



Источник: ПРМЭ и оценки персонала МВФ.

Регулирование ситуации в связи с изменчивостью и неопределенностью цен на нефть

13. **Изменчивость цен на нефть создает в СПН особые сложности для макроэкономического управления**⁷. Приток иностранной валюты, связанный с поступлениями от нефти, часто ведет к повышению реального обменного курса через повышение номинального курса или более высокую инфляцию, в зависимости от курсового режима. В свою очередь, повышение обменного курса может негативно сказываться на положении секторов ненефтяных внешнеторговых товаров, снижая их конкурентоспособность (голландский синдром), делая экономику уязвимой перед лицом внезапных падений цен на нефть. Такая потеря конкурентоспособности, в сочетании с более высокой инфляцией, может оказывать существенное отрицательное влияние на не связанную с нефтью экономику. Эти проблемы могут дополнительно усугубляться вздутием цен на активы, образующимся вследствие положительного эффекта богатства, создаваемого поступлениями от нефти, что повышает уязвимость финансового сектора.

14. **Для решения этих проблем следует постепенно отделить решения в отношении расходов от изменчивых цен на нефть.** Для этого потребуется сбережение некоторой части поступлений от нефти во время подъема цен на нефть, что позволит правительству использовать эти сбережения для защиты общественных услуг в ходе (временного) спада, способствуя формированию более стабильного макроэкономического климата. Решения в отношении расходов должны основываться на более долгосрочной перспективе. В этих условиях устойчивый уровень ненефтяного сальдо может служить полезным якорем для налогово-бюджетной политики, например, как контрольный показатель устойчивости, встроенный в среднесрочные основы бюджета (ССОБ— см. вставку 2 ниже). Эти основы должны предусматривать «оговорку об освобождении», позволяющую допускать временные отклонения ненефтяного сальдо от своего долгосрочного устойчивого уровня (например, в Норвегии в налогово-бюджетное правило встроена такая оговорка, чтобы избегать принятия специально по особым случаям ответных мер в случае неожиданных снижений цен на нефть)⁸. В случае России оптимальная практика заключалась бы в том, чтобы: i) закрепить налогово-бюджетную политику в рамках вызывающих доверие ССОБ, ориентированных на ННПС, основанных на консервативных допущениях относительно цены нефти и включающих оговорку об освобождении, допускающую временные отклонения от устойчивого в долгосрочном плане ННПС; ii) поддержание буферных запасов на случай неблагоприятных обстоятельств за счет пополнения нефтяных фондов (см. раздел IIIА).

⁷ Темпы добычи нефти, хотя и не обсуждаются в данной работе, являются еще одним фактором, который может создавать сложности для макроэкономического управления.

⁸ Устойчивые в долгосрочном плане уровни ненефтяного сальдо более подробно рассматриваются в последующем подразделе об обеспечении устойчивости государственных финансов.

Вставка 2. Роль ССОБ в управлении неопределенностью поступлений от нефти

Важность ССОБ подчеркивается необходимостью принятия более долгосрочного подхода и управления налогово-бюджетным риском в СПН. ССОБ обычно включают заявление о целях налогово-бюджетной политики и набор интегрированных среднесрочных макроэкономических и налогово-бюджетных целевых показателей и прогнозов, которые согласуются с общими макроэкономическими целями правительства и его целями в области развития.

ССОБ может способствовать увязке годовых бюджетов с задачами обеспечения устойчивости и улучшать анализ риска в СПН за счет:

- разработки выраженных в явной форме стратегий урегулирования последствий внешних потрясений (особенно резких скачков в ценах на нефть и обменных курсах), чтобы способствовать менее разрушительному процессу коррекции экономики;
- надлежащего планирования для образования резервов на случай чрезвычайных обстоятельств, чтобы сглаживать расходы в среднесрочной перспективе в условиях потрясений, в том числе за счет проведения стресс-тестов;
- обеспечения того, что будущие поколения будут получать выгоды от использования невозобновляемых ресурсов, за счет продвижения многолетнего планирования и сосредоточения внимания на обеспечении стабильного и последовательного уровня предоставления государственных услуг.

Обеспечение долгосрочной устойчивости государственных финансов

15. Оценка долгосрочной устойчивости макрофискальной политики в СПН одновременно является чрезвычайно важной и исключительно сложной задачей. Трудности возникают вследствие необходимости оценить долгосрочные последствия текущей политики, а также из-за высокой степени неопределенности, особенно в отношении экономической стоимости запасов нефти. Центральным вопросом политики является то, насколько консервативно должны страны подходить к управлению нефтяным богатством, учитывая неопределенность и долгосрочные соображения.

16. **Есть несколько общих подходов к долгосрочному управлению нефтяным богатством.** Хотя некоторые государства, сталкивающиеся с ограничениями по ликвидности и не имеющие доступа (или имеющие очень ограниченный доступ) к источникам финансирования либо имеющие относительно небольшие запасы нефти и поступления от нее, могут принимать решение о расходовании всех поступлений от нефти в текущем периоде, оптимальную практику можно описать приведенными ниже подходами. Желательность использования того или иного подхода зависит от конкретных обстоятельств страны, и заметное влияние на выбор наилучшего для страны подхода также оказывает роль, которую играет ее институциональная система. Ниже перечислены варианты правил от наиболее консервативных до менее консервативных. Оптимальная практика требует периодической (например, ежегодной) переоценки долгосрочного целевого показателя, предусматриваемого этими правилами, исходя из результатов стресс-тестов цен на нефть и динамики ситуации на рынках нефти, фьючерсных ценах на нефть и оценках вероятных

резервов⁹. В краткосрочной перспективе уровень расходов также должен согласовываться с задачей поддержания макроэкономической стабильности. Это означает, что может допускаться временное отклонение ННПС от его устойчивого в долгосрочном плане уровня (например, чтобы создать возможность применения временных мер бюджетного стимулирования в условиях экономического спада), когда у правительства есть четкий и вызывающий доверие план возвращения к устойчивой налогово-бюджетной позиции в среднесрочной перспективе. На том, какой из подходов к долгосрочному управлению нефтяным богатством в наибольшей степени подходит для страны, существенно сказываются также конкретные аспекты сложившейся в ней институциональной системы.

- *«Синица в руке»*. Правило «синицы в руке» заключается в том, что страны направляют в состав сбережений в форме финансовых активов все поступления от нефти, расходуя только доходы от накопленных финансовых активов. В целом этому подходу следует Норвегия. Правило «синицы в руке» обычно считается наиболее консервативным и накладывает ограничения, особенно в первые годы добычи нефти, когда накопленное финансовое богатство является небольшим. По этой причине оно в большей степени подходит для стран, где сформировались активные предпочтения в пользу передачи значительной доли нефтяного богатства будущим поколениям (например, вследствие старения населения) или где имеется обеспокоенность вопросами долгосрочной устойчивости¹⁰. В этом отношении правило «синицы в руке» хорошо работает в странах, где уже имеется надлежащая государственная инфраструктура и где не требуются крупномасштабные государственные инвестиции для повышения производительности и потенциала роста. Таким образом, хотя данное правило, как представляется, хорошо подходит для Норвегии, оно может быть неоптимальным для стран с формирующимся рынком, таких как Россия.
- *МПДН*. Страны могут устанавливать целевые показатели для уровня расходов, исходя из прибыли на совокупное чистое богатство государства — чистые финансовые активы плюс нефтяное богатство (этот подход также называется моделью постоянного дохода от нефти (МПДН)). В рамках подхода на базе МПДН правительство каждый год потребляет постоянную долю чистого государственного богатства (например, определенный процент от ненефтяного ВВП или в случае России, где не составляется показатель ненефтяного ВВП — от общего ВВП), чтобы обеспечить его распределение равными долями для

⁹ Например, в Чили для этого привлекается независимая группа экспертов («совет по меди»), которая собирается ежегодно для определения долгосрочной цены на медь, которая затем служит основой для бюджетного пакета на следующий год. См. Dabán (2011).

¹⁰ Правило «синицы в руке» также существенно уменьшает влияние, которое оказывают колебания цены нефти на годовые бюджеты. Нефтяной дефицит увязывается с величиной прибыли на накопленные финансовые активы. Однако это правило может вносить в бюджет изменчивость иного рода, поскольку прибыль на активы может характеризоваться высокой степенью изменчивости (в зависимости от инвестиционной стратегии и величины активов).

каждого поколения. Стандартный подход на базе МПДН предусматривает поддержание в среднем с течением времени стабильного ненефтяного дефицита, и он может быть привлекателен для стран, которые хотели бы поддерживать размеры государства на постоянном уровне относительно размера своей экономики. Однако это правило также ведет к тому, что более богатые будущие поколения (исходя из предпосылки, что ненефтяной ВВП растет с течением времени) получают более значительную долю нефтяного богатства в реальном выражении. Это правило обычно является менее ограничивающим в первые годы добычи нефти, чем правило «синицы в руке», но становится более ограничивающим с течением времени, когда в рамках правила «синицы в руке» накопленное финансовое богатство создает возможность более высокого уровня потребления. Когда в стране имеются значительные потребности в социальных расходах и расходах на инфраструктуру, что характерно для России, расходование более значительной части чистого богатства, чем только прибыли на финансовое богатство, является более адекватным и политически приемлемым подходом.

- *Критерий МПДН в реальном выражении.* Страны могут также использовать подход с критерием МПДН в реальном выражении, в рамках которого цель заключается в поддержании покупательной способности богатства, распределяемого каждый год, так что государственные расходы остаются постоянными в реальном выражении (корректируются по дефлятору). Правило на базе критерия МПДН в реальном выражении ведет к тому, что с течением лет происходит уменьшение размера аннуитетов относительно ВВП, если реальный ВВП растет. Вследствие этого размеры государства относительно размеров экономики уменьшаются, но государство с течением лет продолжает предоставлять услуги на ту же стоимость в реальном выражении. Это правило является менее ограничительным в первые годы добычи нефти, чем стандартный подход на базе МПДН, но становится более консервативным в годы после исчерпания запасов нефти. Поэтому правило с критерием МПДН в реальном выражении хорошо подходит для таких стран, как Россия, которые предпочитают осуществлять расходование своего нефтяного богатства на начальном этапе для инвестирования в общественные товары, которые могут создать толчок для роста будущего объема производства. В то же время эти страны должны быть согласны на то, что с течением времени роль государственного сектора в экономике будет уменьшаться.
- *ДСА.* Может также использоваться стандартный подход для обеспечения устойчивости долговой ситуации (ДСА). В рамках этого подхода (являющегося общепринятым в программах, поддерживаемых ресурсами МВФ, для стран, не являющихся производителями нефти) устанавливаются целевые показатели первичного сальдо, обеспечивающего стабилизацию государственного долга на определенном уровне, когда произойдет истощение запасов нефти. ДСА обычно считается неподходящим для стран, богатых природными ресурсами, поскольку он предполагает, что нефтяное богатство расходуется сразу, не принимая во внимание аспекты справедливости распределения ресурсов между поколениями. В зависимости от того, как используется нефтяное богатство, такое

сконцентрированное на начальном периоде расходование ресурсов может подтолкнуть инфляцию и чрезмерное повышение реального обменного курса, подрывая краткосрочную макроэкономическую стабильность и усугубляя голландский синдром. Тем не менее, можно привести аргументы в пользу авансового использования нефтяного богатства, особенно в развивающихся странах, где для улучшения долгосрочных перспектив роста требуются значительные инвестиции в физический и человеческий капитал. Однако эти соображения следует тщательно взвешивать с учетом степени развития процедур управления государственными финансами в рассматриваемой стране и с учетом необходимости компенсации долгосрочных бюджетных рисков, в том числе обусловленных старением населения. В частности, в случае России этот подход может оказаться неподходящим в силу достаточно крупных долгосрочных бюджетных рисков, обусловленных потенциально значительными будущими расходами на пенсии и здравоохранение (см. вставку 3), что указывает на необходимость осторожности в использовании государственного долга для финансирования долгосрочных государственных расходов. Кроме того, опыт некоторых стран с развитой экономикой в ходе недавнего финансового кризиса также показывает, что государственный долг может увеличиваться почти мгновенно до неприемлемых уровней, когда страна подвергается крупным и неожиданным потрясениям.

Вставка 3. Долгосрочные фискальные риски в России

Как и многие другие страны, Россия сталкивается с долгосрочными фискальными рисками, обусловленными расходами на здравоохранение и пенсии, которые частично обусловлены старением населения.

- *Пенсии.* По имеющимся оценкам, потенциальные расходы, связанные с будущими обязательствами по государственным пенсиям, являются высокими.
 - По оценкам в работе Hauner (2008), при отсутствии других реформ, таких как повышение пенсионного возраста, стабилизация коэффициента замещения для пенсий на уровне 30 процентов (что по-прежнему на 10 процентных пунктов ниже минимума для стран ОЭСР), потребуются увеличить трансферты федерального правительства в пенсионный фонд более чем на 4 процента от ВВП примерно до 2030 года, которые затем уменьшатся, но по-прежнему будут составлять 3 процента от ВВП в 2050.
 - В работе Gurvich (2010) подчеркиваются высокие расходы в связи с будущими пенсионными обязательствами, и приведенные оценки говорят о том, что для поддержания коэффициента замещения доходов пенсиями на его уровне 2010 года в 38 процентов потребуются существенное увеличение трансфертов федерального правительства в пенсионный фонд: в 2026 году они превысят 5 процентов от ВВП, в 2036 году они увеличатся до более 7 процентов от ВВП, а к концу периода достигнут 10,6 процента от ВВП. В среднем в течение 2010–2050 годов эти трансферты должны будут увеличиваться на 1 процентный пункт от ВВП каждые пять лет.
 - Российское Министерство здравоохранения также подготовило доклад о пенсионной реформе (текст на русском языке см. по адресу <http://www.minzdravsoc.ru/docs/mzsr/insurance/6>), в котором делается заключение, что для уменьшения дефицита пенсионного фонда и стабилизации изменчивости коэффициента замещения доходов пенсиями требуется проведение пенсионной реформы.
- *Здравоохранение.* В работе IMF (2010) приводятся оценки, согласно которым государственные расходы на здравоохранение могут увеличиться на 0,7–1,6 процента от ВВП в период с 2010 года по 2030 год. Примерно четверть этого увеличения будет обусловлена старением населения, а остальная часть придется на избыточный рост расходов (т.е. на рост расходов на здравоохранение сверх роста ВВП после поправки на эффект старения населения).

17. Из рассмотренных выше четырех правил наиболее приемлемыми для России могли бы стать либо МПДН, либо критерий МПДН в реальном выражении. Эти правила в наибольшей степени соответствуют условиям страны, поскольку: i) они достаточно консервативны, чтобы покрывать значительные бюджетные риски, возникающие у России в долгосрочной перспективе, включая потенциально крупные бюджетные расходы на пенсионную реформу и долгосрочное давление в сторону увеличения расходов вследствие повышения издержек системы здравоохранения; ii) аналогичное правило (стабилизирующий нефтяной дефицит в процентах от ВВП) уже включено в российский бюджетный кодекс, что свидетельствует о предпочтении, отдаваемом правительством использованию критериев благосостояния в качестве основы правила. Однако недавно официальные органы указали, что они рассматривают вопрос о том, не следует ли заменить правило в отношении нефтяного дефицита типа МПДН на правило цены на нефть. Персонал МВФ по-прежнему считает, что наиболее адекватным для России является либо правило МПДН, либо правило с критерием МПДН в реальном выражении (вставка 4). Более консервативное правило даст также время на укрепление системы управления государственными финансами и повышение качества расходов в будущем. Однако сопоставление рассмотренных выше четырех правил с текущим бюджетом на 2011–2013 годы свидетельствует о том, что текущая политика не соответствует ни одному из подходов, кроме ДСА, но, по мнению персонала МВФ, этот последний не является надлежащим подходом для России. Положительным фактом является то, что текущий государственный долгосрочный целевой показатель нефтяного дефицита на уровне 4,7 процента от ВВП в целом соответствует правилу критерием МПДН в реальном выражении, если он достигнет этого уровня к 2015 году. Для этого, однако, потребуется более масштабная бюджетная консолидация, чем планируется в настоящее время (вставка 5).

**Вставка 4. Налогово-бюджетные правила
Правило МПДН и правило цены на нефть**

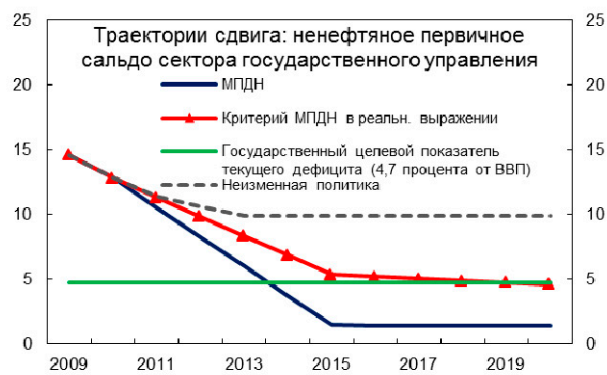
Международный опыт указывает на то, что бюджетное правило, имеющее прочную политическую поддержку, может служить якорем для налогово-бюджетной политики и способствовать достижению сбалансированного экономического роста. Россия в настоящее время рассматривает вопрос о возможности восстановления действия долгосрочного целевого показателя нефтяного дефицита, которое было приостановлено во время глобального финансового кризиса, либо заменить его правилом цены на нефть, согласно которому поступления при цене нефти свыше определенного уровня направляются в состав сбережений в нефтяных фондах. Персонал МВФ по-прежнему считает, что долгосрочный целевой показатель нефтяного дефицита является наилучшим якорем для налогово-бюджетной политики в России. Правило цены на нефть может казаться привлекательным в силу простоты представления информации о нем и потому, что оно может способствовать отделению государственных расходов и экономики от изменчивости цен на нефть. Однако оно было бы вторым вариантом после оптимального правила нефтяного дефицита, поскольку оно необязательно ведет к обеспечению сохранения нефтяного богатства для будущих поколений, как это делает целевой показатель нефтяного сальдо. Кроме того, чтобы действительно выполнять функции якоря для налогово-бюджетной политики, правило цены на нефть должно дополняться верхним пределом для расходов, чтобы не допускать процикличности налогово-бюджетной политики.

Вставка 5. Альтернативные спецификации для якоря долгосрочной налогово-бюджетной политики в России

Расчеты персонала МВФ, основанные на предположениях в отношении цен на нефть, взятых из июльского выпуска ПРМЭ 2011 года, указывают на то, что подход на базе МПДН будет согласовываться с первичным нефтяным дефицитом сектора государственного управления на уровне примерно 1½ процента от ВВП к 2015 году (см. рисунок в основном тексте), и потому потребует достаточно крупной консолидации в среднесрочном плане, но позволит иметь более высокий уровень потребления нефтяного богатства в посленептяные годы (т.е. после исчерпания запасов нефти), чем при использовании правила на базе критерия МПДН в реальном выражении.

При этом правило на базе критерия МПДН в реальном выражении, наоборот, допускает более значительное потребление нефтяного богатства в ближайшей перспективе при меньшей (хотя и все равно заметной) бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе до примерно 5½ процента от ВВП к 2015 году (см. рис.), но оно приведет к более низкому уровню потребления нефтяного богатства в годы после исчерпания запасов нефти, чем

при использовании правила МПДН. Стресс-тесты указывают на то, что результаты в случае использования МПДН и правила на базе критерия МПДН в реальном выражении являются достаточно устойчивыми к применению альтернативных предположений. Тем не менее, существенное падение долгосрочных цен на нефть (относительно текущего сравнительно оптимистичного прогноза на уровне 104 долл. США/баррель) потребует более значительной коррекции. Например, если долгосрочные цены на нефть упадут до 55 долл. США/баррель (исходя из данных по фьючерсным ценам на нефть, вероятность этого составляет 10 процентов), устойчивый в долгосрочном плане ННПД уменьшится до примерно 3¼ процента от ВВП в 2015 году.



Источник: оценки персонала МВФ.

Дальнейшие имитационные расчеты по модели с критерием МПДН в реальном выражении указывают на то, что целевой показатель официальных органов в отношении текущего дефицита на уровне 4,7 процента от ВВП (следует помнить, что этот целевой показатель относится к федеральному бюджету) будет устойчив при долгосрочной цене нефти на уровне примерно 82 долл. США в рамках правила с критерием МПДН в реальном выражении. В настоящее время данные по фьючерсам на нефть указывают на 40-процентную вероятность того, что цена нефти упадет до этого уровня к 2013 году — это свидетельствует об осторожной консервативности этого целевого показателя официальных органов, учитывая внутренне присущую ценам на нефть высокую изменчивость. Однако, согласно результатам оценки по стандартной МПДН или при подходе с критерием МПДН в реальном выражении, для достижения долгосрочной устойчивости потребуются более масштабная бюджетная консолидация.

Дополнительные налогово-бюджетные ведомства

18. **Законы о бюджетной ответственности (ЗБО) и независимые налогово-бюджетные ведомства, призванные осуществлять мониторинг и оценку динамики в налогово-бюджетной сфере, могут стать полезным дополнением к обсуждавшимся**

выше налогово-бюджетным правилам. ЗБО представляют собой подмножество более широкого круга связанных с бюджетом законов, охватывающих все бюджетные принципы. Они определяются как законы с ограниченным действием, более широко описывающие правила и процедуры, касающиеся трех принципов бюджета: подотчетность, прозрачность и стабильность¹¹. Аналогичным образом, независимое налогово-бюджетное ведомство или налогово-бюджетный совет может способствовать формулированию и проведению надежной налогово-бюджетной политики, а также выполнять функции мониторинга и анализа. Предпочтительная форма такого ведомства (или налогово-бюджетного совета) зависит от условий конкретной страны и особенностей ситуации в ее налогово-бюджетной сфере, а также от политических условий в стране, включая конституционные нормы, правовую традицию и принятые методы разработки и проведения политики.

19. **Международный опыт указывает на то, что для действенности таких ведомств требуется два компонента:** i) явное и прозрачное установление того, что правительство считает желательной (непредвзятой) налогово-бюджетной политикой, и ii) средства увеличения (политических и репутационных) издержек, связанных с отклонением от непредвзятой политики¹². Кроме того, независимо от действующей институциональной системы, для обеспечения действенного использования нефтяных ресурсов в СПН требуются надежные системы управления государственными финансами и вызывающая доверие политическая приверженность адекватной общей макрофискальной политике¹³.

20. **Независимое налогово-бюджетное ведомство, которое соответствует оптимальной практике (и в теории, и на практике) может дополнять собой функции, выполняемые существующими учреждениями, и повышать эффективность налогово-бюджетных правил.** Такое ведомство, на которое возлагалась бы задача проведения беспристрастного налогово-бюджетного анализа и оценки проведения налогово-бюджетной политики, могло бы способствовать повышению прозрачности и подотчетности в налогово-бюджетной политике и повышению политических издержек, создаваемых ненадлежащей политикой. Одной из функций налогово-бюджетного ведомства, которая может быть особенно полезна в случае России, заключается в представлении независимой точки зрения на цену нефти, которая согласуется с налогово-бюджетным правилом (или наоборот)¹⁴. Такое независимое определение надлежащей

¹¹ Как это представлено в работе Lienert (2010).

¹² См. Debrun, Hauner, and Kumar (2009).

¹³ См. Medas and Zakharova (2009) и Ossowski, Villafuerte, and Medas (2008).

¹⁴ Например, как отмечалось выше, в сноске 9, в Чили используется независимая группа экспертов, которая определяет долгосрочную цену на медь, которая затем служит основой для бюджетного пакета на следующий год.

цены нефти может способствовать согласованности в ценах на нефть, закладываемых в основу как налогово-бюджетной, так и денежно-кредитной политики.

D. Как соотносятся текущие налогово-бюджетные основы в России с оптимальной практикой

Текущие основы

21. Правовые основы налогово-бюджетной сферы в России движутся в верном направлении и включают следующие элементы.

- Во-первых, они опираются на ненефтяное сальдо в качестве ключевого налогово-бюджетного показателя. Бюджетный кодекс включает долгосрочный целевой показатель ненефтяного дефицита на уровне 4,7 процента от ВВП, хотя действие этого целевого показателя было приостановлено в апреле 2009 года (вследствие глобального финансового кризиса) на период до конца 2013 года¹⁵.
- Во-вторых, для управления факторами макроэкономической изменчивости и неопределенности и для учета более долгосрочных последствий принимаемых решений о расходах, в России для выработки налогово-бюджетной политики используются среднесрочные основы бюджета на базе скользящих трехлетних бюджетных планов.
- В-третьих, Россия имеет два нефтяных фонда (см. вставку 6 ниже), Резервный фонд (который работает как фонд «на черный день») и Фонд национального благосостояния (который ориентирован на формирование долгосрочных сбережений и служит средством сохранения стоимости для будущих поколений).
- И наконец, для обеспечения долгосрочной устойчивости государственных финансов установлен целевой показатель ненефтяного дефицита (действие которого в настоящее время приостановлено), включенный в бюджетный кодекс России и аналогичный правилу на базе МПДН в том, что он нацелен на достижение справедливости в распределении ресурсов между поколениями.

Как они соотносятся с оптимальной практикой

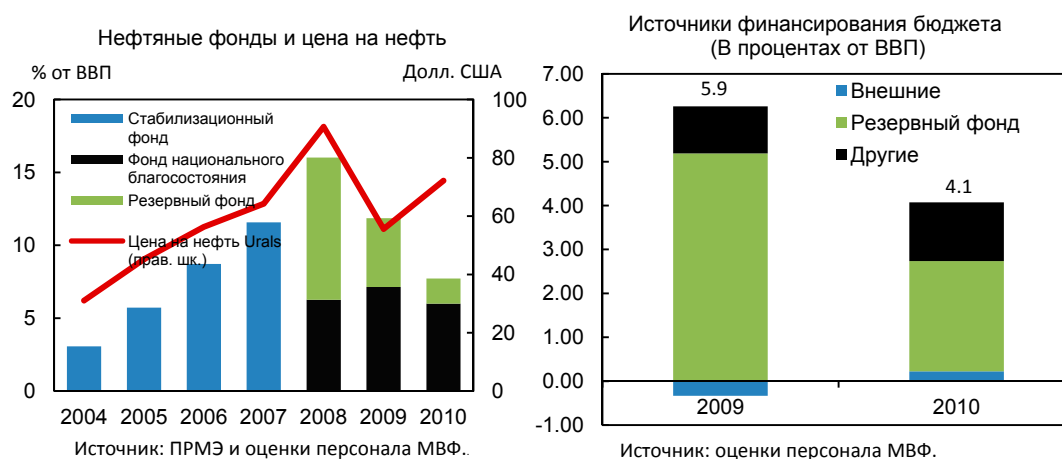
22. В приведенной ниже таблице 1 показано, как налогово-бюджетные основы России соотносятся с оптимальной практикой. Хотя и только на бумаге, многие аспекты основ соответствуют оптимальной практике, в то время как фактическая практика в последние годы все далее отходила от оптимальной практики. Этот отход частично объясняется кризисом, но даже до кризиса стойкое давление в пользу увеличения расходов вело к ослаблению фактического применения установленных правовых основ в данной сфере.

¹⁵ Действие целевого показателя было приостановлено сначала до 1 января 2013 года, а в сентябре 2010 эта приостановка была продлена до 1 января 2014 года.

Вставка 6. Нефтяные фонды России

В 2004 году в России был создан нефтяной фонд, получивший название Стабилизационного фонда (СФ) и ставивший своей целью защитить государственные финансы от изменчивости и неопределенности цен на нефть, накопить резервы для погашения внешнего долга и для сдерживания инфляции. В период 2005–2007 годов средства из СФ и других бюджетных источников направлялись на досрочную выплату долга на общую сумму в 47 млрд долл. США, благодаря чему было сэкономлено не менее 13 млрд долл. США в виде процентных платежей и обеспечено сглаживание бюджетных расходов.

В 2008 году СФ был разделен на Резервный фонд (РФ) и Фонд национального благосостояния (ФНБ), и в нем стали накапливаться не только поступления от нефти, но также и средства, поступающие от продажи природного газа. К 1 марта 2009 года объем активов под управлением РФ и ФНБ достиг 136 млрд долл. США и 84 млрд долл. США, соответственно. Цель РФ заключается в финансировании дефицитов федерального бюджета в периоды неблагоприятных цен на нефть и газ, а задача ФНБ состоит в обеспечении софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан Российской Федерации и обеспечение сбалансированности (покрытие дефицита) бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации.



В 2009–2010 годах российское правительство впервые использовало заметную часть активов своих нефтяных фондов для проведения ответных мер с целью преодоления последствий глобального финансового кризиса.

По состоянию на 1 августа 2011 года размеры Резервного фонда сократились до лишь 27 млрд долл. США, в то время как величина ФНБ составила 93 млрд долл. США. Если РФ не будет пополнен, он может оказаться исчерпанным в текущем году.

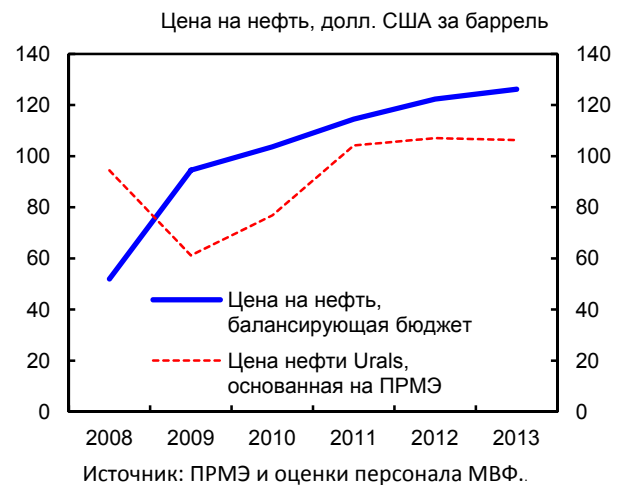
Источники: Kazakevitch and Trishkina (2010), где описываются нефтяные фонды; данные по салдо нефтяного фонда с веб-сайта Министерства финансов РФ (www.minfin.ru); цены на нефть из базы данных ПРМЭ; оценки персонала МВФ.

Таблица 1. Оптимальная практика и основы бюджета в России			
	Оптимальная практика	Правовые основы в России	Фактическая практика в России
Оценка направленности макрофискальной политики	Использование нефтяных показателей, таких как (циклически скорректированное) нефтяное первичное сальдо, в качестве ключевых индикаторов.	Нефтяное сальдо установлено как опорный показатель в бюджетном кодексе и публикуется в ежегодной бюджетной документации.	До кризиса нефтяное сальдо использовалось как главный налогово-бюджетный показатель, но с тех пор центр внимания сместился в пользу общего сальдо бюджета по мере возникновения бюджетных дефицитов вследствие кризиса.
Управление факторами макроэкономической изменчивости и неопределенности	Отделение решений в области расходов от изменчивых поступлений от нефти за счет закрепления налогово-бюджетной политики в рамках вызывающих доверие среднесрочных бюджетных основ, в центре внимания которых находится ННПС (или ЦСННПС), и поддержание буферных запасов на случай внешних потрясений (например, нефтяных фондов в качестве фондов «на черный день»)	ССОБ существуют, в основе их лежат скользящие трехлетние бюджетные планы. В России есть два нефтяных фонда: Резервный фонд (служащий фондом «на черный день») и Фонд национального благосостояния (ориентированный на достижение долгосрочной справедливости в распределении ресурсов между поколениями).	Чрезмерное использование дополнительных бюджетов подрывает ССОБ. Резервный фонд хорошо послужил России в качестве «фонда на черный день», но сейчас он почти истощен.
Обеспечение долгосрочной устойчивости государственных финансов	Введение фискального правила на базе подхода с использованием МПДН, чтобы добиться справедливости распределения ресурсов между поколениями и поддержать долгосрочную устойчивость государственных финансов.	Бюджетный кодекс России предусматривает долгосрочный целевой показатель нефтяного дефицита, который в целом соответствует подходу на базе МПДН.	Действие целевого показателя было приостановлено во время кризиса.
Дополнительные налогово-бюджетные ведомства	Независимое налогово-бюджетное агентство может способствовать формулированию и проведению надежной налогово-бюджетной политики.	Нет независимого налогово-бюджетного агентства	Нет независимого налогово-бюджетного агентства

- Оценка направленности макробюджетной политики.* Как рекомендуется оптимальной практикой, бюджетный кодекс России предусматривает использование нефтегазового сальдо в качестве долгосрочного целевого показателя для налогово-бюджетной политики, и нефтегазовое сальдо действительно использовалась как основной налогово-бюджетный показатель до глобального финансового кризиса. Однако затем, когда вследствие кризиса возникли бюджетные дефициты, центр внимания налогово-бюджетной политики сместился на общее сальдо, и действие целевого показателя нефтегазового дефицита было приостановлено до конца 2013 года. На приведенном справа рисунке показано, что, согласно текущим среднесрочным планам консолидации до конца 2013 года, нефтегазовое сальдо остается на уровне существенно выше целевого показателя в 4,7 процента от ВВП.



- Управление факторами макроэкономической изменчивости и неопределенности.* В соответствии с оптимальной практикой в России установлены среднесрочные основы бюджета, которые должны способствовать отделению решений по расходам от краткосрочных колебаний в поступлениях от нефти. Однако дополнительные бюджеты принимались каждый год с кризиса 1998 года, оставаясь свидетельством стойкого давления в области расходов. С 2004 года, не считая периода недавнего кризиса, предполагавшиеся этими дополнительными бюджетами изменения неизменно повышали степень процикличности налогово-бюджетной политики. Более того, когда в 2010 году кризис начал сходиться на нет, а цены на нефть стали повышаться, официальные органы продолжали расходовать средства Резервного фонда на финансирование общего дефицита, вместо того чтобы начать отмену связанного с кризисом стимулирования. Вследствие этого, государственные финансы России сейчас находятся в более уязвимом состоянии, чем в докризисный период — цена нефти, обеспечивающая сбалансированный бюджет, сейчас выше, чем до кризиса (см. рис. справа), но в условиях, когда Резервный фонд оказался почти израсходованным, России в течение следующих



нескольких лет придется удовлетворять свои потребности в финансировании за счет рынка¹⁶.

- *Обеспечение долгосрочной устойчивости государственных финансов.* Также в соответствии с оптимальной практикой в России установлен долгосрочный целевой показатель ненефтяного дефицита, который в целом соответствует подходу на базе МПДН. Однако действие этого целевого показателя было приостановлено во время кризиса, после которого Россия осталась без среднесрочного опорного показателя для налогово-бюджетной политики.
- *Дополнительные налогово-бюджетные ведомства.* В России нет независимого фискального агентства, предусматриваемого оптимальной практикой. Оценка результатов работы правительства относительно установленных для него налогово-бюджетных целевых показателей производится Счетной палатой в рамках оценки исполнения федерального бюджета, но не установлено требований, чтобы правительство предпринимало какие-либо меры по результатам оценки, проведенной Счетной палатой.

Как они соотносятся с другими странами

23. **Международный опыт подтверждает, что прочные основы недостаточны для успеха, принципиальное значение имеет надежная реализация этих основ на практике.** В приведенной ниже таблице 2 описывается Норвегия как пример успеха в использовании налогово-бюджетных основ и Нигерия — как предостережение. Бюджетные основы Норвегии во многих аспектах соответствуют оптимальной практике. Хотя в ней нет ССОБ и независимого налогово-бюджетного ведомства, есть твердая приверженность реализации «4-процентного правила». Россия показывает хорошие результаты при сравнении ее с Норвегией по установленным в законодательстве основам налогово-бюджетной политики, но, как обсуждается выше в разделе В, эти основы подрываются непоследовательностью в их применении. Нигерия является примером страны, где недавно (с 2010 года) основы политики были подорваны слабостью их реализации. Ее нефтяной фонд (счет избыточных поступлений от сырой нефти) почти истощен, что вызвало опасность снижения рейтингов¹⁷. В условиях слабости в применении принятых основ бюджета в России и низкого уровня ее Резервного фонда опыт Нигерии может заставить сделать некоторые выводы.

¹⁶ Это будет еще более актуально, если не будет проведено дальнейшей бюджетной консолидации после 2013 года.

¹⁷ В октябре 2010 года агентство «Fitch» пересмотрело рейтинг Нигерии, снизив его со «стабильного» до «негативного».

Е. Рекомендуемые меры по совершенствованию основ

24. Оценка направленности налогово-бюджетной политики: сосредоточение внимания на нефтяном сальдо в качестве якоря налогово-бюджетной политики.

Последовательное использование нефтяного дефицита в качестве ключевого показателя налогово-бюджетной политики создаст якорь для налогово-бюджетной политики, независимый от изменчивых цен на биржевые товары. Когда будут доступны надежные оценки нефтяного ВВП для России и будут уточнены оценки роста потенциального объема производства, Россия следует начать руководствоваться ЦСННПС в качестве основы налогово-бюджетной политики.

Таблица 2. Некоторые примеры международного опыта

	Оптимальная практика	Норвегия	Нигерия
Оценка направленности макробюджетной политики	Использование нефтяных показателей, таких как (циклически скорректированное) нефтяное первичное сальдо, в качестве ключевых индикаторов.	Ключевым индикатором для налогово-бюджетной политики является нефтяной структурный дефицит центрального правительства. Он закреплен в законодательстве и последовательно применяется.	Нефтяные индикаторы не используются. Применяется фискальное правило на базе цены на нефть, которое отражено в законе о бюджетной ответственности. Поскольку применение правила не закреплено в законодательстве, в последние годы не отмечалось последовательного применения правила.
Управление факторами макроэкономической изменчивости и неопределенности	Отделение решений в области расходов от изменчивых поступлений от нефти за счет закрепления налогово-бюджетной политики в рамках вызывающих доверие среднесрочных бюджетных основ, в центре внимания которых находится ННПС (или ЦСННПС), и поддержание буферных запасов на случай внешних потрясений (например, нефтяных фондов в качестве фондов «на черный день»)	Многолетний подход к бюджетному планированию не используется, но бюджетная документация включает трехлетние скользящие прогнозы. Норвегия имеет Государственный пенсионный фонд «Global» (GPF), цель которого заключается в содействии долгосрочному управлению доходами от нефти. Доходы на средства фонда используются для финансирования нефтяного дефицита.	Используются среднесрочные основы расходов. Нигерия имеет счет избыточных поступлений от сырой нефти, но вследствие недостаточно строгого применения бюджетного правила в последние годы средства этого счета почти истощены.

Обеспечение долгосрочной устойчивости государственных финансов	Введение фискального правила на базе подхода с использованием МПДН, чтобы добиться справедливости распределения ресурсов между поколениями и поддержать долгосрочную устойчивость государственных финансов.	Ненефтяной дефицит целевой показатель в целом соответствует подходу «синица в руке» («4-процентное правило» устанавливает, что ненефтяной структурный дефицит должен в среднем за продолжительные периоды составлять 4 процента от стоимости GPFG).	Бюджетное правило, основанное на правиле цены на нефть, а не на базе МПДН.
Дополнительные налогово-бюджетные ведомства	Независимое налогово-бюджетное может способствовать формулированию и проведению надежной налогово-бюджетной политики.	Нет независимого налогово-бюджетного агентства	Нет независимого налогово-бюджетного агентства

Источники: IMF (2011) и ОЭСР (2010).

25. Обеспечение долгосрочной устойчивости государственных финансов: использование правила МПДН. Проведенный персоналом МВФ анализ указывает на то, что текущий целевой показатель официальных органов для ненефтяного дефицита на уровне 4,7 процента от ВВП может служить устойчивым долгосрочным якорем для налогово-бюджетной политики России. Достижение этого целевого показателя к 2015 году и впоследствии поддержание ненефтяного дефицита на устойчивом уровне в целом будет соответствовать подходу с критерием МПДН в реальном выражении¹⁸. Соответственно, следует снова ввести в действие этот целевой показатель, а правительству следует обнародовать масштабный и вызывающий доверие план бюджетной консолидации, чтобы достичь целевого показателя к 2015 году.

26. Управление факторами макроэкономической изменчивости и неопределенности: не допускать чрезмерного использования дополнительных бюджетов, использовать в бюджете консервативные предпосылки в отношении цены на нефть и пополнить Резервный фонд.

- России следует решительно отказаться от прошлой практики чрезмерного использования дополнительных бюджетов — эта практика подрывает доверие

¹⁸ Подход с критерием МПДН в реальном выражении указывает на то, что и в период после 2015 года потребуются продолжать очень постепенную бюджетную консолидацию (например, до примерно 2 процентов от ВВП к 2049 году, когда истощатся запасы нефти). Более подробно см. приложение I.

к среднесрочным основам бюджета и их полезность, а также может способствовать процикличности налогово-бюджетной политики.

- Следует также использовать консервативные цены на нефть в бюджете, как это делалось до 2010 года, и ввести в бюджетное правило России оговорку об освобождении, допускающую временные отклонения от целевого показателя среднесрочного дефицита.
- И наконец, следует пополнить Резервный фонд, чтобы он и далее мог играть роль полезного амортизатора для российской экономики. Поэтому планы официальных органов по использованию части поступлений от нефти в 2011 году для пополнения Резервного фонда можно только приветствовать. Пополнение Резервного фонда приведет к уменьшению краткосрочных факторов уязвимости, поскольку у России не будет необходимости опираться на потенциально неустойчивые источники внешнего финансирования для покрытия прогнозируемого на настоящий момент общего бюджетного дефицита. Анализ персонала МВФ указывает на то, что текущий контрольный показатель, согласно которому официальные органы планируют хранить в Резервном фонде 10 процентов от ВВП для защиты финансирования бюджета от неожиданного падения цен на нефть, является в целом адекватным, учитывая крупный ненефтяной дефицит России. Однако не следует недооценивать сложности, связанные с достижением этого целевого показателя — даже в случае осмотрительной налогово-бюджетной политики и высоких цен на нефть, заложенных в прогнозы ПРМЭ, этот уровень можно будет достичь только к 2016 году (вставка 7). Хорошей новостью является то, что по мере укрепления основ налогово-бюджетной политики России и уменьшения факторов уязвимости для государственных финансов будет меньше необходимости хранить деньги в Резервном фонде в качестве защиты от спада. Любые «излишние» авуары Резервного фонда затем могут быть переведены в Фонд национального благосостояния для финансирования долгосрочных бюджетных обязательств, что приведет к дальнейшему уменьшению уязвимости государственных финансов России.

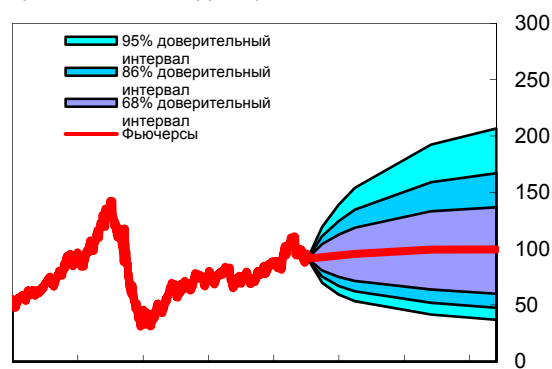
Вставка 7. Пополнение резервного фонда

Как отмечалось во вставке 6, Резервный фонд сыграл важную роль в смягчении влияния глобального финансового кризиса на Россию. Однако в отсутствие пополнения ресурсами Резервный фонд может оказаться исчерпан в текущем году. Какой объем средств следует хранить в Резервном фонде, чтобы у него была возможность играть свою амортизирующую роль? Один из способов получить ответ на этот вопрос заключается в рассмотрении фьючерсных цен на нефть и вероятностей того, что эти цены будут фактически наблюдаться. Используя в качестве представительного показателя для цен на нефть марки Urals цены на сырую нефть марки West Texas Intermediate (WTI) за вычетом постоянного спреда, можно построить веерную диаграмму, показывающую вероятность наблюдения любой конкретной будущей цены нефти. Эта веерная диаграмма основана на исторических средних и стандартных ошибках данных, а верхняя и нижняя границы диапазона соответствуют 95-процентному доверительному интервалу. Это означает, что, с уверенностью в 95 процентов можно ожидать, что цены на нефть к середине 2014 года будут в интервале от 37 долл. США/баррель до 207 долл. США/баррель.

С помощью модифицированного подхода на базе стоимости, подверженной риску, персонал МВФ провел оценку валовых потребностей федерального правительства в финансировании, используя два хвостовых сценария, при которых цены на нефть опускаются до нижней границы 90-процентного доверительного интервала (т.е. цены на нефть на уровне 70 долл. США в 2011 году и 61 долл. США в 2012 году) и 95-процентного доверительного интервала (т.е. цены на нефть в 60 долл. США в 2011 году и 48 долл. США в 2012 году). Сценарии с хвостовым риском используются в виду того, что Резервный фонд призван быть фондом на черный день, а не фондом повседневногo финансирования. Исходя из предпосылки, что Резервный фонд сможет покрыть примерно 18-месячные потребности в валовом финансировании в случае неблагоприятного события (что может быть консервативной предпосылкой, учитывая что Россия пользовалась своим Резервным фондом для финансирования бюджетного дефицита в течение двух лет в условиях неблагоприятной ситуации на рынке после глобального финансового кризиса), оцененные персоналом МВФ сценарии указывают на то, что в Резервном фонде должны храниться средства в размере примерно от 9 до 12 процентов от ВВП. Соответственно, целевой показатель официальных органов, заключающийся в хранении в Резервном фонде 10 процентов от ВВП, представляется адекватным.

Что касается вопроса о том, как пополнить Резервный фонд, России следует предпринять более масштабную, вызывающую большее доверие и более благоприятную для роста бюджетную консолидацию, чем предусмотрено в юджете на 2011–2013 годы. Имитационные расчеты бюджетного сценария, исходящие из пополнения Резервного фонда до 2,7 процента от ВВП в 2011 году согласно планам правительства и проведения консолидации с акцентом на ближайшую перспективу, чтобы достичь к 2015 году целевого показателя нефтегазового дефицита на уровне 4,7 процентов от ВВП и впоследствии поддерживать дефицит на устойчивом уровне, указывают на то, что есть возможность накопить примерно 10 процентов от ВВП в Резервном фонде к 2016 году. Такой уровень резервов позволит Резервному фонду покрывать валовые потребности в финансировании в течение примерно 18 месяцев, начиная с 2016 года в случае сценариев хвостового риска, описанных выше. Однако при неизменной политике (т.е. при такой же бюджетной консолидации, как заложена в бюджете на 2011–2013 годы), Резервный фонд к 2015 году будет иметь размеры в 3,0 процента от ВВП. Если Резервный фонд будет израсходован до нуля к концу 2011 года на финансирование дефицита в рамках базисного сценария, к 2015 году его размеры будут составлять лишь 0,9 процента от ВВП.

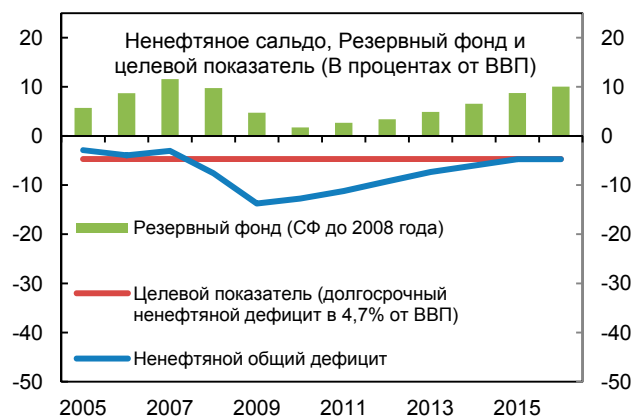
Перспективы динамики цен на нефть Urals 1/
(Долл. США за баррель)



2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

Источники: Bloomberg и расчеты персонала МВФ.

1/ Рассчитано по ценам на фьючерсы и опционы на 11 июля 2011 года за вычетом постоянного спреда в 3 доллара за баррель.



Источники: оценки персонала МВФ.

27. **Дополнительные налогово-бюджетные ведомства: создание независимого налогово-бюджетного ведомства.** В настоящее время нет независимого ведомства, которое бы отвечало за подготовку или оценку макроэкономических и налогово-бюджетных прогнозов в рамках бюджета, или которое бы оценивало предлагаемую правительством налогово-бюджетную политику. Следует создать независимое налогово-бюджетное ведомство, чтобы оно предоставляло правительству альтернативные макроэкономические и налогово-бюджетные прогнозы, проводило анализ налогово-бюджетной политики при различных сценариях и осуществляло независимую проверку соблюдения налогово-бюджетного правила. Это ведомство может быть создано либо в рамках Министерства финансов, либо за его пределами. Однако качественные правила и налогово-бюджетные ведомства не могут заменить собой бюджетную дисциплину, поскольку правила могут не выполняться или обходиться, что подчеркивает необходимость политической поддержки таких механизмов.

28. **Другие дополняющие реформы.** Важной дополняющей реформой, запланированной правительством, является подготовка исчерпывающего учетного документа о налоговых расходах и включение его в состав ежегодной бюджетной документации. Это приведет к повышению прозрачности и создаст более прочные основы для распределения приоритетов в использовании бюджетных ресурсов. Повышение прозрачности может также привести к повышению общественной поддержки процессов рационализации налоговых стимулов. Требуется также лучшая оценка, раскрытие информации и управление в отношении бюджетных рисков, например, возникающих вследствие условных обязательств, в частности, в рамках программ страхования депозитов и рисков, связанных с государственным участием в нефинансовых предприятиях. Положительный сдвиг в этом направлении представляет проведенная к настоящему времени официальными органами работа по созданию методологии оценки долгосрочной устойчивости заимствований со стороны контролируемых государством предприятий и введению лимитов на размеры и профиль внешних займов этих предприятий.

Приложение I. А Модель постоянного дохода от нефти (МПДН) для России

В последние годы МПДН и ее альтернативные спецификации стали стандартным инструментом для оценки долгосрочной налогово-бюджетной политики в странах, богатых природными ресурсами. Операционные аспекты базовой модели обсуждаются в работе Barnett and Ossowski (2002), а ее следствия для политики, в том числе аргументы за и против использования этого подхода, рассматриваются в работе Sachs (2007). В последние несколько лет этот подход (с различными модификациями) применялся группами экспертов МВФ (см., например, работы IMF, 2007a, IMF 2007b и IMF 2007c), Всемирного банка (World Bank, 2010) и внешними экспертами. В настоящем приложении приводится дополнительная справочная информация об используемых предположениях и результатах, полученных для России в рамках сходных подходов, основанных на МПДН и стандартном анализе устойчивости долговой ситуации.

В таблице 1 перечислены предположения, лежащие в основе иллюстративных численных имитационных расчетов, связанных с применением четырех подходов, описанных выше в разделе IV к случаю России, а на рис. 1 и в таблице 2 приводится резюме результатов. За начальный год имитационных расчетов взят 2010-й, и в их основу положены оценки ненефтяного первичного дефицита сектора государственного управления и начального финансового богатства. Результаты, полученные с помощью четырех подходов, являются достаточно устойчивыми к влиянию альтернативных предположений в отношении параметров, таких как цены на нефть и резервы.

Таблица 1. Россия. Предположения модели постоянного дохода от нефти

Параметры		
Чистые финансовые активы (ЧИА; в процентах от ВВП) 2010 г. 1/		-4
Реальная прибыль на активы (в процентах)		4
Долгосрочные темпы роста ВВП (в процентах)		3
Долгосрочная цена на нефть Urals (долл. США за баррель, на основе цен ПРМЭ)		101
Долгосрочная цена на газ (за 1000 кубометров, ПРМЭ)		264
Расчеты		
Нефтяной сектор		
Доказанные/недоказанные запасы (млрд баррелей) 2/		152
Лет до истощения		38
Текущая дисконтированная стоимость 2008 г. будущих кассовых потоков от нефти государству (млрд долл. США)		3501
Газовый сектор		
Доказанные запасы (млрд кубометров) 3/		44380
Лет до истощения		80
Текущая дисконтированная стоимость 2008 г. будущих кассовых потоков от газа государству (млрд долл. США)		477
Итого		
Энергетическое богатство (млрд долл. США)		3974
ЧИА (млрд долл. США)		-67
Совокупное чистое богатство (ЧИА плюс энергия; в процентах от ВВП)		264

Источник: расчет персонала МВФ.

1/ Резервный фонд и Фонд национального благосостояния за вычетом государственного долга.

2/ Оценки основаны на доказанных запасах нефти: 74,2 млрд баррелей в 2009 году (BP Statistical Review of World Energy, June 2010) и неоткрытых запасах: 77,4 млрд баррелей в 2000 году (The U.S. Geological Survey, 2000).

3/ BP Statistical Review of World Energy, June 2010.

«Синица в руке». Правило «синицы в руке» требует самой резкой коррекции в первые годы для достижения устойчивого уровня потребления, согласующегося с правилом. Модель предполагает резкое сокращение нефтефтяного первичного дефицита сектора государственного управления с 12,8 процента от ВВП в 2010 году до примерно ½ процента от ВВП к 2015 году. Однако по мере того как финансовое богатство государства постепенно накапливается, а реальная прибыль на это богатство увеличивается, правило допускает постепенное повышение государственного потребления до примерно 3,7 процента от ВВП в 2049 году, когда запасы нефти истощаются. С течением времени, когда у страны заканчивается нефть и накопление финансового богатства государства замедляется, устойчивый уровень нефтефтяного дефицита начинает снижаться (относительно растущего ВВП). В годы после исчерпания запасов нефти (не показаны на рисунке), по мере того как в экономике продолжается рост, уровень устойчивого нефтефтяного первичного дефицита сходится к нулю.

МПДН. Стандартный подход на базе МПДН, предусматривающий стабилизацию нефтефтяного сальдо в процентах от ВВП, требует несколько менее ограничительного профиля расходования средств в первые годы и в годы после истощения запасов нефти, чем правило «синицы в руке». Нефтефтяное первичное сальдо стабилизируется в стационарном состоянии на уровне примерно 1½ процента от ВВП с 2015 года и далее.

Критерий МПДН в реальном выражении. Подход на базе МПДН с критерием в реальном выражении допускает более высокий уровень потребления в первые годы, чем правило «синицы в руке» и чем стандартный подход на базе МПДН. В среднесрочной перспективе нефтефтяной первичный дефицит уменьшается с 12,8 процента от ВВП в 2010 году до примерно 5½ процента от ВВП к 2015 году, а затем постепенно снижается до примерно 2 процентов от ВВП к 2049 году, когда заканчиваются запасы нефти, и впоследствии продолжает медленно уменьшаться. Средний предполагаемый данным правилом нефтефтяной дефицит в 2010–2049 составляет примерно 4¼ процента от ВВП. Однако в очень долгосрочной перспективе, аналогично сценарию на базе правила «синицы в руке», по мере того как чистое государственное богатство перестает изменяться в реальном выражении в условиях растущего ВВП, устойчивый нефтефтяной дефицит относительно ВВП сходится к нулю.

ДСА. Данный сценарий исходит из предпосылки, что отношение государственного долга к ВВП стабилизируется на уровне 30 процентов, когда в стране заканчиваются запасы нефти в 2049 году¹⁹. При стандартной предпосылке о расхождении между процентной

¹⁹ В недавних исследованиях был выявлен пороговый уровень государственного долга в размере 40 процентов от ВВП (по сравнению с соответствующим отношением на уровне примерно 10 процентов от ВВП в России в конце 2010 года), характеризующий границу, за которой существенно повышается риск возникновения долговых проблем (IMF (2003)). Контрольный показатель отношения долга к ВВП на уровне 30 процентов был выбран для получения более консервативных оценок в свете серьезных долгосрочных бюджетных рисков, с которыми сталкивается Россия.

ставкой и ростом в 1 процент²⁰ это означает, что России потребуется иметь первичный профицит в размере 0,3 процента от ВВП с 2051 года. Когда истощатся запасы нефти и газа, нефтегазовое первичное сальдо должно стабилизироваться на этом уровне. В проведенных для иллюстрации имитационных расчетах среднесрочная коррекция ННПС калибрована таким образом, чтобы достичь целевого уровня долга к 2049 году, тогда как более долгосрочная постепенная коррекция калибруется для достижения гладкого перехода к первичному профициту в размере 0,3 процента от ВВП к 2049 году. Этот сценарий предполагает начальную коррекцию ННПС сектора государственного управления с текущего дефицита в 12,8 процента от ВВП до примерно 9 процентов от ВВП к 2015 году и постепенное приближение к ННПД на уровне 0,3 процента от ВВП к 2049 году.

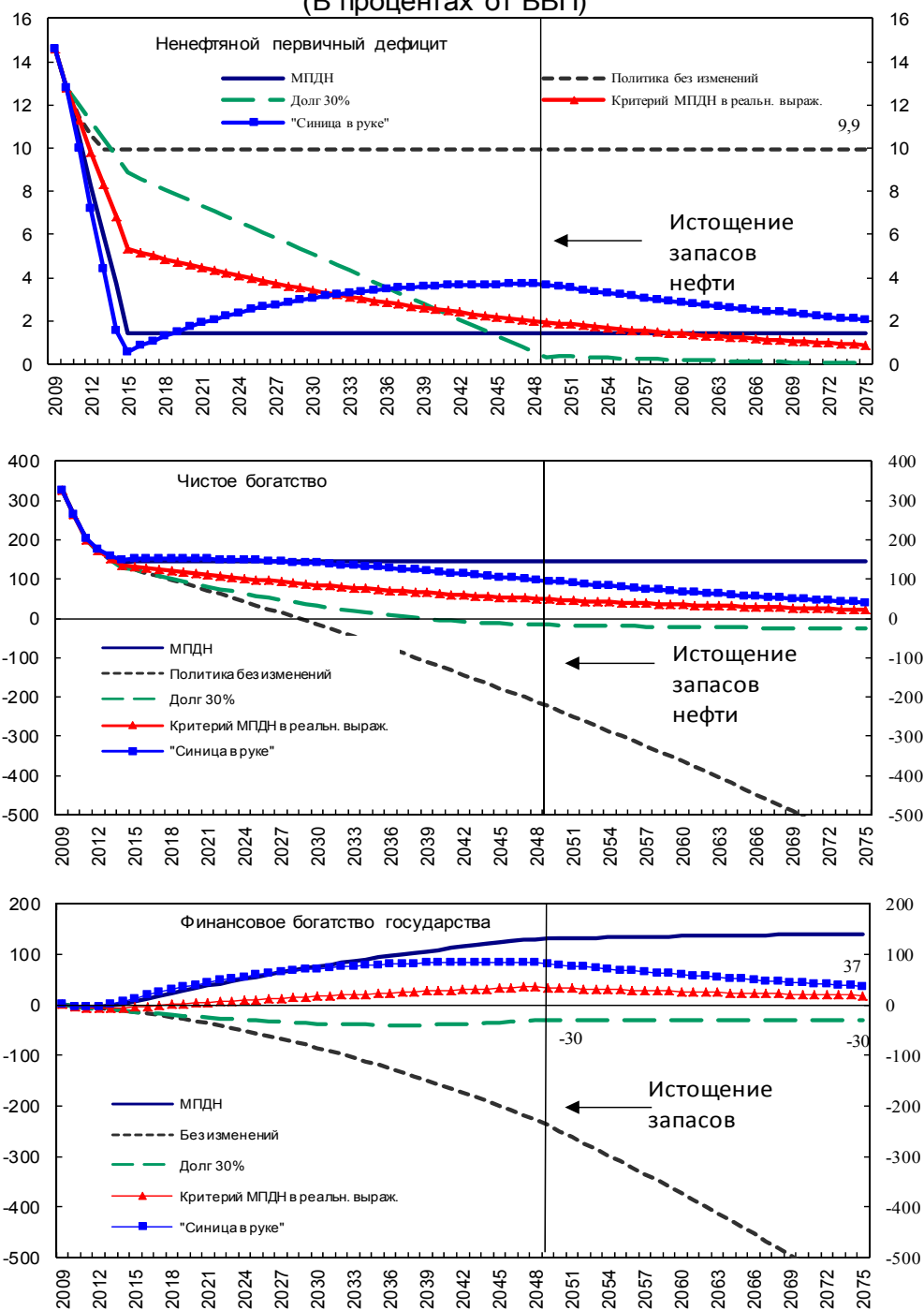
Таблица 2. Российская Федерация. Сальдо сектора государственного управления и финансовое богатство

	2010	2015	2010-2015	2049	2010-2049	2110
Нефтегазовое первичное сальдо						
«Синица в руке»	-12,8	-0,6	-6,1	-3,7	-3,4	-0,8
МГДН	-12,8	-1,4	-7,1	-1,4	-2,3	-1,4
Критерий МГДН в реальн. выраж.	-12,8	-5,4	-9,1	-2,0	-4,2	-0,3
Долг ЗО	-12,8	-8,9	-10,8	-0,3	-5,4	0,3
Без изменений	-12,8	-9,9	-10,8	-9,9	-10,1	-9,9
Чистое финансовое богатство						
«Синица в руке»	-4,0	13,8	2,1	81,6	58,0	-0,1
МГДН	-4,0	7,8	-0,6	131,1	68,9	144,8
Критерий МГДН в реальн. выраж.	-4,0	-3,6	-5,0	35,1	15,5	8,0
Долг ЗО	-4,0	-13,6	-8,6	-30,0	-28,9	-30,0
Без изменений	-4,0	-13,4	-7,8	-237,9	-94,5	-1226,7

Источник: официальные органы России и оценки персонала МВФ.

²⁰ Более подробное рассмотрение см. в п. 41 работы IMF (2009b).

Рисунок 1. Российская Федерация. Сальдо сектора государственного управления и богатство, 2009–2075 годы 1/
(В процентах от ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ.

1/ Имитационные расчеты основаны на ценах нефти из июльского выпуска ПРМЭ 2011 года; Сценарий "без изменений политики" исходит из того, что ненефтяной дефицит сектора государственного управления стабилизируется на своем уровне 2013 года, предусмотренном среднесрочным бюджетом; сценарий "Долг 30%" исходит из того, что государственный долг стабилизируется на уровне 30 процентов, когда истощатся запасы нефти; критерий МПДН в реальном выражении предусматривает стабилизацию государственного потребления в реальном выражении; правило "синицы в руке" устанавливает ненефтяной дефицит на уровне 4-процентной реальной прибыли на финансовое богатство.

ЛІТЕРАТУРА

- Barnett, Steven and Rolando Ossowski (2002) “Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries”, IMF WP 02/177.
- Dabán, Teresa (2011), “Strengthening Chile’s Rules-Based Fiscal Framework”, IMF WP 11/17.
- Debrun, Xavier, David Hauner, and Manmohan Kumar (2009), “Independent Fiscal Agencies”, *Journal of Economic Surveys* 23: 44–81.
- Gurvich, Evsey (2010), “The Reform of 2010: Have the Long-Range Problems of the Pension System Been Solved?”, *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii*, No. 6, 2010.
- Hauner, David (2008), “Macroeconomic Effects of Pension Reform in Russia”, IMF WP 08/201.
- IMF, 2003, “Sustainability Assessments—Review of Application and Methodological Refinements”, IMF Policy Paper, June 2003.
- IMF 2007a, “Norway: 2007 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No. 07/196.
- IMF 2007b, “Republic of Azerbaijan: 2007 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No. 07/191.
- IMF 2007c, “Republic of Congo: Selected Issues,” IMF Country Report No. 07/206.
- IMF 2009a, “Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances”, IMF Policy Paper, December 2009.
- IMF 2009b, “Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis”, IMF Occasional Paper No. 269.
- IMF 2011, “Nigeria: 2010 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No. 11/57.
- Kazakevitch, Peter and Alexandra Trishkina (2010), “The Russian Federation: Challenges for a Rainy Day” in *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers*, edited by Udaibir Das, Adnan Mazerei, and Han van der Hoorn, IMF.
- Lienert, Ian (2010), “Should Advanced Countries Adopt a Fiscal Responsibility Law?”, IMF WP 10/254.
- Medas, Paulo and Daria Zakharova (2009), “A Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries”, IMF WP/09/56.
- OECD (2010), “OECD Economic Surveys: Norway”.
- Ossowski, Rolando, Mauricio Villafuerte, and Paulo Medas (2008), “Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions”, IMF Occasional Paper No. 260.

Sachs, Jeffrey (2007), "How to Handle the Macroeconomics of Oil Wealth?" in *Escaping the Resource Curse*, edited by George Soros, Columbia University Press, New York.

World Bank (2010), "Long-Term Fiscal Risks and Sustainability in an Oil-Rich Country: The Case of Russia", WB Policy Research Working Paper 5240.

V. БЛАГОПРИЯТЕН ЛИ ДЛЯ РОСТА БЮДЖЕТ РОССИИ НА 2011–2013 ГОДЫ?¹

В данной главе используется Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель МВФ для исследования того, какое влияние на рост окажет бюджет на 2011–2013 годы. Здесь также рассматривается альтернативный пакет мер, который даст такой же объем консолидации с использованием инструментов, способствующих росту, и сценарий более масштабной консолидации («реформы»), в котором используются те же инструменты для приведения ненефтяного дефицита к долгосрочному целевому показателю правительства на уровне 4,7 процента от ВВП.

Результаты расчетов по модели указывают на то, что бюджет на 2011–2013 годы не способствует росту, поскольку для достижения планируемой консолидации он опирается в основном на увеличение налога с фонда оплаты труда и сокращение государственных инвестиций. Если бы правительство опиралось вместо этого (например) только на сокращение трансфертов и государственного потребления, та же величина консолидации могла бы быть достигнута со значительно меньшим ущербом для объема производства в краткосрочном плане и положительным влиянием на рост в среднесрочной перспективе. И наконец, если бы правительство провело более масштабную консолидацию (с использованием инструментов, способствующих росту) для достижения своего долгосрочного целевого показателя ненефтяного дефицита к 2015 году, это оказало бы положительное влияние на рост в среднесрочной перспективе.

A. Введение

1. **Россия провела в 2007–2009 годах массивную (в размере 9 процентов от ВВП) бюджетную экспансию, которая лишь частично компенсируется снижением расходов в бюджете на 2011–2013 годы.** Если заглянуть вперед, состав бюджетной консолидации в бюджете на 2011–2013 годы не поддерживает долгосрочный рост, поскольку коррекция бюджета в основном касается увеличения налога с фонда оплаты труда и сокращения инвестиций. Негативное влияние более высокого налога с фонда оплаты труда на рынок труда, с большой вероятностью, по крайней мере частично компенсирует положительное влияние снижения реальных процентных ставок благодаря уменьшению дефицитов. Кроме того, текущий крупный ненефтяной бюджетный дефицит не согласуется с поставленными правительством целями экономической модернизации, макроэкономической стабильности и

¹ Подготовил Чарлин Гаст при участии Дэхэна Кима. Благодарность выражается Владимиру Ключеву и Стефену Снаддену за любезно предоставленный исходный код для потрясений модели из работы Klyuev and Snudden (2011) и за полезные обсуждения, Оксане Дынниковой за бесценную помощь с формализацией представления бюджета на 2011–2013 годы и Дереку Андерсону за техническую помощь по TROLL.

устойчивости государственных финансов. Соответственно, для сокращения ненефтяного дефицита до долгосрочного целевого показателя правительства на уровне 4,7 процента от ВВП потребуется оживление давно стоящих на месте реформ государственного сектора (в том числе пенсий и здравоохранения).

2. **В настоящей главе используется Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель (ГИМФ) МВФ для исследования того, какое влияние на рост окажет бюджет на 2011–2013 годы.** Здесь также рассматривается альтернативный пакет мер, который даст такой же объем консолидации с использованием инструментов, способствующих росту, и сценарий более масштабной консолидации («реформы»), в котором используются те же инструменты для приведения ненефтяного дефицита к долгосрочному целевому показателю правительства.

В. Модель

3. **В данном исследовании используется годовая версия ГИМФ с шестью странами, калиброванная для России.** Полное описание модели и лежащих в ее основе теоретических положений приводится в работе Kumhof et al. (2010); ниже перечислены ее основные характеристики, имеющие отношение к бюджетной консолидации.

- Модель имеет микроэкономическую основу с оптимизирующим поведением домашних хозяйств и фирм. Предложение труда и капитала в модели является эндогенным, что позволяет увидеть влияние искажающих налогов и вытеснения частного спроса. В частности, государственные дефициты вытесняют частные инвестиции и чистые иностранные активы в долгосрочной перспективе и могут вести к более высоким реальным мировым процентным ставкам, которые в ГИМФ являются эндогенной переменной.
- Есть два вида домашних хозяйств, каждый из которых потребляет конечную продукцию и является источником предложения труда. Во-первых, есть пересекающиеся поколения домашних хозяйств с конечными горизонтами планирования, как описано в работе Blanchard (1985). Во-вторых, есть потребители с ограничениями по ликвидности, которые не имеют доступа к финансовым рынкам и которые поэтому вынуждены в каждом периоде потреблять свой доход, оставшийся после выплаты налогов. Оба вида домашних хозяйств имеют постоянную вероятность смерти в каждом периоде, и производительность их труда уменьшается постоянными темпами в течение их жизни. Вследствие этого, налогово-бюджетная политика может иметь нерикарданские эффекты (т.е. экономические субъекты рассматривают часть государственного долга как богатство, не отдавая себе отчета в том, что более высокий (низкий) будущий долг будет погашаться за счет более высоких (низких) будущих налогов).

- Есть семь различных инструментов, которые могут использоваться в ГИМФ для налогово-бюджетной политики (вставка 1). Они представлены государственным потреблением, государственными инвестициями, налогами на потребление, налогами на труд, налогами на капитал, общими трансфертами и трансфертами домашним хозяйствам с ограничениями по ликвидности.
- В модели предусмотрено правило налогово-бюджетной политики, которое выполняет две основные функции. Первая заключается в стабилизации отношения государственного долга к ВВП, что устраняет возможность дефолта и обеспечивает динамическую стабильность. Во-вторых, такое бюджетное правило действует как автоматический стабилизатор в отношении экономического цикла, имитируя характеристики дефицита в деловых циклах.
- Очень важную роль в модели играет доверие (вставка 2). Бюджетная консолидация, как правило, оказывает краткосрочное подавляющее влияние вследствие ее прямого воздействия на совокупный спрос. В то же время уменьшение государственного дефицита также стимулирует деятельность частного сектора, особенно через решения в отношении предложения труда и инвестиций, за счет снижения будущих налоговых обязательств и реальных процентных ставок. Однако масштабы расширительного влияния бюджетной консолидации зависят от того, верят ли экономические субъекты, что орган налогово-бюджетной политики полностью выполнит объявленные планы и будет оказано стойкое воздействие на уровень долга. Если экономические субъекты считают консолидацию вызывающей доверие, они начинают уже сегодня реагировать на будущие выгоды консолидации, например, увеличивая свое потребление и инвестиции, что компенсирует негативное влияние бюджетной консолидации на внутренний спрос. Если экономические субъекты считают консолидацию не вызывающей доверия, они ожидают, что улучшение направленности налогово-бюджетной политики будет впоследствии обращено вспять. В этом случае экономические субъекты не будут реагировать на положительные аспекты бюджетной консолидации до тех пор, пока она не станет свершившимся фактом, и в краткосрочной перспективе сохранится подавляющее действие бюджетной консолидации.

Вставка 1. Налогово-бюджетные инструменты в ГИМФ

В ГИМФ включено семь налогово-бюджетных инструментов, которые могут использоваться для достижения бюджетной консолидации.

Государственные инвестиции. Государственные инвестиции накапливаются, формируя запас государственной инфраструктуры (например, дороги, школы, учреждения здравоохранения), который сказывается на производительности в процессе создания внутренней конечной продукции. Уменьшение государственных инвестиций вредит росту, поскольку ведет к уменьшению производственного потенциала экономики.

Государственное потребление. Как и государственные инвестиции, государственное потребление аккумулируется в запас государственных товаров длительного пользования (например, государственные служащие и услуги, правовые службы, полиция и школьные учителя), которые сказываются на производительности в процессе создания конечной внутренней продукции. Однако предполагается, что эластичность совокупного объема производства по величине государственных товаров длительного пользования существенно ниже, чем по государственной инфраструктуре. Соответственно, сокращение государственного потребления оказывает не столь сильное неблагоприятное влияние на рост, как сокращение государственных инвестиций.

Общие трансферты. В модели они представлены единовременными трансфертами фиксированных сумм (такими как пенсии), которые выделяются непосредственно из бюджетных ограничений обоих видов домашних хозяйств, исходя из их доли в совокупном потреблении в экономике. Поскольку пересекающиеся поколения домашних хозяйств имеют доступ к финансовым рынкам, они могут корректировать свои решения в отношении труда и сбережений в ответ на сокращение таких трансфертов. Домашние хозяйства с ограничениями по ликвидности такой возможности не имеют (см. ниже). Эти трансферты считаются не вносящими искажений, поскольку они не оказывают прямого влияния на факторы производства в экономике, и потому их сокращение рассматривается как благоприятный для роста способ достижения бюджетной консолидации.

Трансферты домашним хозяйствам с ограничениями по ликвидности. Это трансферты непосредственно потребителям, имеющим ограничения по ликвидности (например, в рамках программ социального обеспечения). Поскольку потребители с ограничениями по ликвидности в каждом периоде потребляют весь свой доход, они реагируют на сокращение этих трансфертов немедленным уменьшением потребления в том периоде, когда это происходит. Единственной компенсирующей реакцией является небольшое увеличение их предложения труда (в попытке заработать дополнительный доход, чтобы компенсировать уменьшение трансфертов).

Налоги на труд. Эти налоги (например, налоги на фонд оплаты труда, налоги на доходы физических лиц) сказываются на решениях экономических субъектов относительно предложения своего труда. Повышение этих налогов заставит экономических субъектов предлагать меньше своего труда, что снизит количество отработанных часов и потому уменьшит производственный потенциал экономики.

Налоги на потребление. Эти налоги (например, налоги с продаж, НДС, акцизы) считаются не вносящими искажений, поскольку они не влияют на решения экономических субъектов относительно предложения труда или капитала.

Налоги на капитал. Эти налоги (например, налог на доходы корпораций) вносят искажения в инвестиционные решения. Повышение этих налогов приведет к снижению уровня инвестиций и уменьшению запасов капитала, что уменьшит производственный потенциал экономики.

Вставка 2. Роль доверия в ГИМФ

Доверие к мерам политики играет в модели очень важную роль. Когда объявляется пакет мер, домашние хозяйства могут либо счесть их сразу вызывающими доверие, вызывающими доверие только по прошествии некоторого времени или никогда не вызывающими доверия. То, насколько меры политики вызывают доверие, сказывается на их влиянии на рост. Например, бюджетная консолидация, как правило, оказывает краткосрочное подавляющее влияние вследствие ее прямого воздействия на совокупный спрос. Но когда объявленная бюджетная консолидация сразу рассматривается как вызывающая доверие, негативное влияние на рост уменьшается, поскольку участники рынка сразу начинают ожидать, что снижение будущих реальных процентных ставок (вследствие более низких будущих общих дефицитов и меньшего запаса долга) будет вести к уменьшению первичных дефицитов и созданию потенциала для повышения государственных расходов или снижения налогов, подталкивая их к тому, чтобы сгладить потребление и увеличить инвестиции уже сегодня, даже до того, как реализованы на практике все выгоды от объявленных мер политики. Домашние хозяйства с ограничениями по ликвидности не имеют доступа к финансовым рынкам и не могут привлечь заемные средства для сглаживания потребления или инвестиций, поэтому их реакция на объявление бюджетной консолидации одинакова в обоих случаях, то есть уменьшение потребления, если уровень трансфертов этим домашним хозяйствам сокращается, и увеличение часов труда, которое они предлагают на рынке для компенсации возможного сокращения доходов.

С. Влияние на рост бюджета на 2011–2013 годы и альтернативный пакет мер консолидации

4. В бюджете на 2011–2013 годы заложен целевой показатель сокращения первичного нефтяного дефицита федерального правительства на 2,8 процентов от ВВП к 2013 году (по сравнению с результатами исполнения бюджета 2010 года), причем почти три четверти консолидации должно быть обеспечено за счет повышения налога на фонд оплаты труда (с 26 процентов до 34 процентов с 1 января 2011 года) и сокращения федеральной инвестиционной программы². Остальная часть консолидации приходится на уменьшение государственных расходов и трансфертов. В приведенных ниже таблицах 1 и 2 показан состав мер консолидации и их распределение по инструментам ГИМФ.

² В идеале, для оценки влияния налогово-бюджетной политики на рост следует использовать нефтяное первичное сальдо сектора государственного управления. Однако, поскольку нет данных по бюджету сектора государственного управления в экономической классификации, здесь использован второй по качеству вариант — нефтяное первичное сальдо федерального правительства.

Таблица 1. Меры консолидации в бюджете на 2011-2013 годы

Инструмент ГИМФ 1/	Мера	% от ВВП	Описание
	Доходы	1,6	
tau_I	Повышение налога на фонд оплаты труда	1,6	Повышение ставки налога на фонд оплаты труда с 26 до 34% для финансирования пенсионного фонда
	Расходы	0,7	
govcons	Оплата труда и отчисления в фонд оплаты труда	0,9	Запланировано 20-процентное сокращение гражданской службы, но не подкреплено конкретными мерами
govcons	Оплата работ и услуг	0,0	
ignore	Обслуживание государственного (муниципального) долга	-0,5	
govcons	Односторонние трансферты образованиям	0,4	Включают субсидии муниципальным образованиям и структурам частного сектора
govcons	Односторонние межбюджетные трансферты	1,4	Включают трансферты региональным органам управления
transfer	Социальное обеспечение	0,2	
govinv	Инвестиции	0,4	Сокращение федеральной программы инвестиций
govcons	Другие расходы	-2,1	Включают нераспределенные статьи в 2012 и 2013 годах
	Итого	2,3	
	Итого без увеличения процентов	2,8	

1/ Инструменты ГИМФ: tau_I = налоги на труд; govcons = государственное потребление; govinv = государственные инвестиции; transfer = общие трансферты.

Источник: Министерство финансов и оценки персонала МВФ.

Таблица 2. Меры консолидации в бюджете на 2011-2013 годы по инструментам ГИМФ

(В процентах от ВВП)

	2011	2012	2013	Всего за 3 года	Доля от всей консолидации
Налог на труд	1,600	0,000	0,000	1,600	57,0
Государственное потребление	0,254	0,047	0,286	0,587	20,9
Государственные инвестиции	-0,226	0,436	0,222	0,432	15,4
Общие трансферты	0,134	-0,021	0,077	0,190	6,8
Итого	1,762	0,462	0,585	2,809	100,0

Для справки:

Ненефтяной первичный дефицит федерального бюджета	-10,5	-10,0	-9,5	2,8
Ненефтяной дефицит федерального бюджета	-11,2	-10,9	-10,4	2,3

5. В имитационных расчетах влияния на рост бюджета на 2011–2013 годы использовались следующие инструменты.

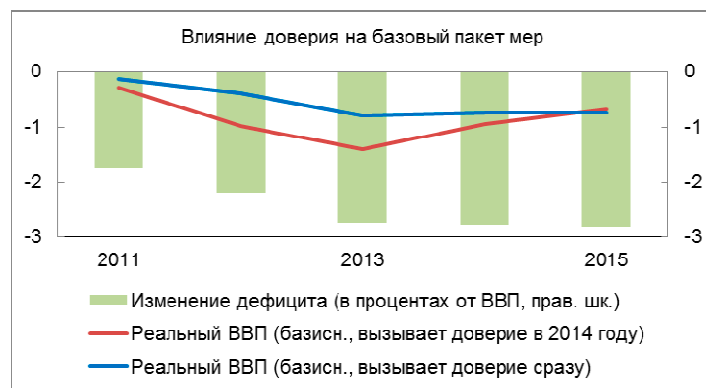
- *Повышение налога на труд.* В этой категории прямо отражается повышение налога на фонд оплаты труда.
- *Уменьшение государственного потребления.* Бюджет на 2011–2013 годы включает планы 20-процентного сокращения гражданской службы, что должно привести к уменьшению расходов государства на заработную плату в размере 0,9 процента от ВВП. Бюджет также предусматривает уменьшение субсидий муниципальным образованиям и структурам частного сектора («односторонние трансферты образованиям» в представлении экономической классификации бюджета) на 0,4 процента от ВВП, которые в модели отражены в составе государственного потребления. Трансферты региональным органам управления будут сокращены на 1,4 процента от ВВП, что отражается в составе государственного потребления, поскольку мы исходим из предпосылки, что региональные органы управления уменьшат свое потребление на такую же сумму. И наконец, бюджет на 2011–2013 годы включает нераспределенные статьи в 2012 году и в 2013 году, на которые приходится увеличение государственного потребления на 2,1 процента от ВВП³. Чистое влияние всех этих мер в совокупности составит 0,6 процента от ВВП за три года, или примерно одну пятую от общего объема консолидации.
- *Уменьшение государственных инвестиций.* В этой категории прямо отражаются сокращения федеральной инвестиционной программы⁴.
- *Уменьшение трансфертов.* Уменьшение трансфертов представлено сокращением расходов на социальное обеспечение, которое предполагается относящимся к сокращению общих трансфертов⁵.

³ В данную категорию также включено 0,5 процента от ВВП для обеспечения того, чтобы общая сумма консолидации за 2010–2013 была равна изменению в нефтяном дефиците за тот же период.

⁴ Поскольку государственные инвестиции в России могут быть не столь продуктивными, как в других странах вследствие неэффективности в планировании и осуществлении, а также недостаточно высокого качества управления, результаты модели могут завышать негативное влияние заложенного в бюджет сокращения инвестиций. Чтобы получить полные экономические выгоды от государственных расходов на инвестиции, России следует повысить качество процедур государственных закупок и управления государственными финансами.

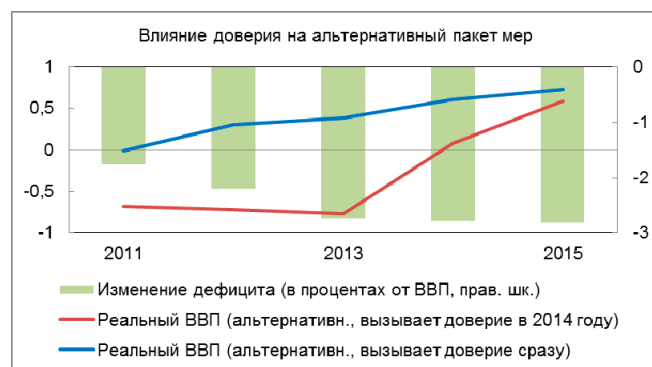
⁵ В работе World Bank (2011a) отмечается, что социальная помощь не направляется бедным с достаточной адресностью, и поэтому мы отражаем сокращение расходов на социальное обеспечение в составе общих трансфертов, а не трансфертов домашним хозяйствам с ограничениями по ликвидности.

6. Поскольку правительство намерено сохранить предусмотренные в бюджете на 2011–2013 годы меры и в последующие годы, мы отражаем в модели коррекцию общего дефицита как необратимую. Как отмечалось выше, доверие играет важную роль в оценке результативности мер налогово-бюджетной политики (см. рисунок в тексте). В качестве верхнего и нижнего пределов влияния пакета мер консолидации на рост рассматриваются сценарии, при которых пакет мер вызывает доверие сразу или вызывает доверие только в 2014 году (т.е., каждый год экономические субъекты в стране отмечают проходящую консолидацию, но ожидают, что она будет обращена вспять в следующем году, до тех пор пока в конце 2013 года консолидация не оказывается проведенной во всем объявленном объеме).



7. **Как и следовало бы ожидать, на начальном этапе консолидация оказывает подавляющее влияние на экономику.** При сценарии с полным доверием влияние на рост в ближайшей перспективе является менее проявленным, чем в сценарии, где пакет мер начинает вызывать доверие в 2014 году, поскольку экономические субъекты в состоянии предвидеть полное предусмотренное сокращение дефицита и скорректировать свои решения соответствующим образом (например, изменяя свои сбережения, инвестиции, потребление, предложение труда и т.д.). Но поскольку коррекция опирается главным образом на неблагоприятные для роста инструменты, такие как повышение налога на фонд оплаты труда и сокращение государственных инвестиций (вспомним обсуждение, приведенное во вставке 1), негативное влияние на рост не прекращается в среднесрочной перспективе.

8. **Можно построить альтернативный сценарий, который позволяет получить такую же консолидацию по размеру и этапам, как предусмотренная бюджетом на 2011–2013 годы, но с использованием в большей мере инструментов, способствующих росту.** В самом деле, официальные органы недавно предложили уменьшить с 2012 года вызывающее искажения в экономике повышение налога на фонд оплаты труда, введенного в бюджете на 2011 год. В альтернативном сценарии модели примерно три четверти консолидации достигается за счет сокращения трансфертов, а оставшая четверть приходится на сокращение государственного потребления. Если пакет мер получает доверие в 2014 году, негативное влияние на рост будет менее сильным, чем в базисном сценарии в краткосрочной перспективе, а в 2014 году влияние на рост станет положительным (см. рис. в тексте). Если пакет мер сразу рассматривается как вызывающий доверие, обнаруживается его немедленное положительное влияние на рост.



Д. Последствия дальнейшей консолидации

9. В настоящее время текущий первичный нефтегазовый дефицит федерального правительства России на 8,4 процента от ВВП выше долгосрочного целевого показателя правительства на уровне 4,7 процента от ВВП, который согласуется с долгосрочной устойчивостью государственных финансов и справедливым распределением нефтегазового богатства между поколениями⁶. Чтобы снизить нефтегазовый дефицит до его долгосрочного целевого показателя к 2015 году, опираясь на инструменты, способствующие росту, официальные органы могли бы выбрать из следующего перечня меры, которые дали бы экономию в размере свыше требуемых 8,4 процента от ВВП (таблица 3).

- *Дальнейшее сокращение трансфертов.* По оценкам работы World Bank (2011b), постепенная отмена программ социальной помощи с низкой степенью адресности может дать экономию в размере 1 процента от ВВП⁷. Существенную экономию могла бы дать реформа пенсий с повышением пенсионного возраста до 65 лет как для мужчин, так и для женщин (по экспертным оценкам, в размере 2–3 процента от ВВП, хотя эта экономия в основном будет получена в долгосрочной перспективе. В работах Hauner (2008) и Gurvich (2010) получены в целом сходные выводы). Представляется, что есть также потенциал для уменьшения пенсионных выплат при досрочном выходе на пенсию (т.е. пенсий, выплачиваемых людям, не достигшим установленного законом пенсионного возраста). Министерство здравоохранения отмечает, что количество получателей досрочных пенсий достигло 34 процентов от числа лиц, получающих пенсии по старости, и продолжает расти⁸. Потенциальная экономия от сокращения таких досрочных пенсий, по оценкам официальных органов, составляет порядка 0,7 процента от ВВП. Дополнительная экономия может быть достигнута за счет дальнейшего устранения налоговых расходов (помимо рекомендации Всемирного банка по минимизации освобождений от НДС и использования его сниженных ставок). По сегодняшним оценкам государственных должностных лиц, стоимость налоговых расходов составляет 5 процентов от ВВП, так что есть возможность существенной экономии за счет сокращения их использования⁹.

⁶ Как обсуждается в предыдущей главе.

⁷ В ГИМФ это учитывается как уменьшение общих трансфертов, учитывая что в настоящее время они не адресуются исключительно домашним хозяйствам с ограничениями по ликвидности.

⁸ См. <http://www.minzdravsoc.ru/docs/mzsr/insurance/6> на русском языке.

⁹ Это предварительные оценки, и они требуют подтверждения путем проведения более тщательной инвентаризации налоговых расходов, как это запланировано официальными органами на следующие несколько месяцев. Пока нет этих данных, налоговые расходы (кроме относящихся к НДС) считаются включенными в модели в общие трансферты. Когда будут получены данные по налоговым расходам, будет возможность надлежащим образом отнести эти эффективные повышения на счет соответствующих налоговых ставок.

- *Повышение эффективности государственных инвестиций.* В работе World Bank (2011b) получена оценка, согласно которой улучшение практики составления бюджета капиталовложений (например, введение основанных на результатах подрядов на поддержание состояния дорог и повышение конкуренции в сфере договоров на техническое обслуживание дорог) может дать экономию расходов почти в 0,5 процента от ВВП.
- *Дальнейшее сокращение государственного потребления и повышение эффективности.* Правительству следует реализовать запланированное сокращение государственного потребления и дальнейшее сокращение субсидий в поддержку государственных или частных предприятий. В работе World Bank (2011b) получена оценка, согласно которой есть потенциал снижения таких субсидий дополнительно на 0,9 процента от ВВП, и если одновременно повысить эффективность расходов на региональном уровне, это может дать экономию чуть более 1,0 процента от ВВП.
- *Повышение налогов на потребление.* Правительству следует компенсировать потерю доходов вследствие запланированной частичной отмены вносящего искажения повышения налога на фонд оплаты труда. Например, можно повысить акцизы на табачные изделия, спиртные напитки и бензин до средних уровней в странах Группы 20-ти. Можно также повысить поступления от НДС за счет совершенствования системы его сбора, устранения освобождений и унификации сниженных и стандартных ставок на уровне 18 процентов. По оценкам работы World Bank (2011b), совместное влияние этих мер составит 1,7 процента от ВВП, и оно более чем перекрывает 1,6 процента от ВВП, получаемые за счет повышения налога на фонд оплаты труда.

10. **В качестве последнего сценария мы рассматриваем влияние сосредоточенной на начальном этапе консолидации (сценарий «реформ») в размере 8,4 процента и опирающейся на инструменты, способствующие росту (таблица 4).** Более конкретно, сценарий реформ исходит из достижения долгосрочного целевого показателя нефтяного дефицита правительства к 2015 году. Как и в описанном выше альтернативном, благоприятном для роста сценарии, подавляющая часть консолидации (почти три четверти) достигается за счет сокращения трансфертов, а остальная часть приходится на уменьшение государственного потребления. Поскольку меры консолидации сосредоточены на ее начальном этапе, она начинает вызывать доверие и быстро уменьшает текущие факторы уязвимости государственных финансов (например, как рекомендуется в работе МФ (2011, готовится к печати)).

Таблица 3. Потенциальная бюджетная экономия

Мера	Инструмент ГИМФ	Экономия (в процентах от ВВП)	Примечания
Постепенная отмена программ социальной помощи с низкой адресностью	трансферты	1,0	
Повышение пенсионного возраста до 65 лет и для мужчин, и для женщин	трансферты	2,0-3,0	Краткосрочная экономия будет меньше
Сокращение ранних пенсий	трансферты	0,7	
Сокращение/устранение налоговых расходов	трансферты (и $\tau_{i,l}$, $\tau_{i,k}$, если применимо)	< 4,0	Как было отмечено министром финансов Кудриным в 2010 году. Не включая потенциальную экономию, которая, по оценкам ВБ, может быть получена от унификации ставок НДС и уменьшения освобождений от НДС, приведенная отдельно ниже
Совершенствование практики составления бюджетов капиталовложений	govinv	0,4	
Сокращение заработной платы в рамках реформы гражданской службы	govcons	0,9	Уже включено в бюджет на 2011-2013 годы
Дальнейшее сокращение субсидий в поддержку государственных или частных предприятий	govcons	1,3	Исходно было частью связанных с кризисом мер стимулирования. В том числе 0,4 процента от ВВП, уже включенные в бюджет на 2011-2013 годы
Повышение эффективности расходов на региональном уровне	govcons	1,1	
Повышение акцизов на табачные изделия, спиртные напитки и бензин до среднего уровня стран Группы 20-ти	$\tau_{i,c}$	0,7	
Совершенствование сбора НДС, минимизация освобождений от НДС и использования сниженных ставок	$\tau_{i,c}$	1,0	
Итого		< 13,1-14,1	

Источник: Министерство финансов, эксперт, оценки МВФ и Всемирного банка.

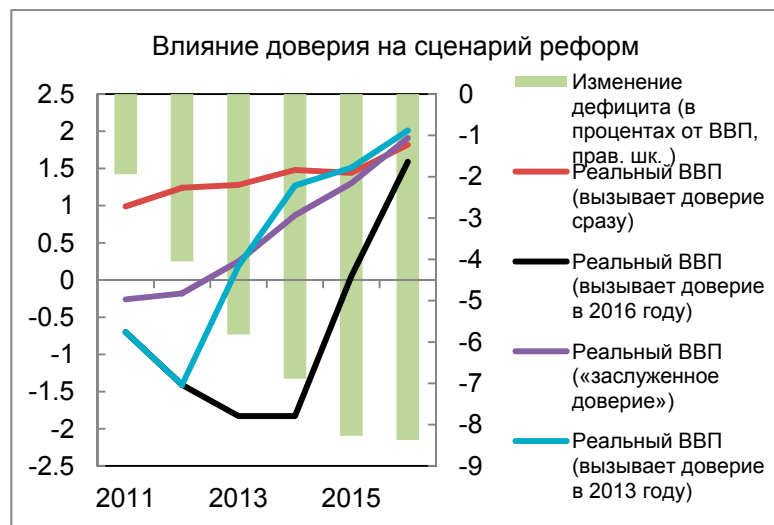
Таблица 4. Дополнительные меры бюджетной консолидации по инструментам ГИМФ для достижения целевого показателя нефтефтяного дефицита (В процентах от ВВП)

	2011	2012	2013	2014	2015	Всего за 5 лет	Доля от всей консолидации
Государственное потребление	0,471	0,576	0,498	0,288	0,367	2,2	26,2
Общие трансферты	1,329	1,624	1,402	0,812	1,033	6,2	73,8
Итого	1,800	2,200	1,900	1,100	1,400	8,4	100,0

Источник: оценки персонала МВФ.

11. Как и в базисном сценарии, степень доверия к пакету мер имеет огромное значение для влияния этих мер на рост (см. рисунок в тексте).

В сценарии, где пакет мер немедленно оказывается имеющим доверие, среди прочих эффектов, экономические субъекты полностью предвидят снижение процентных ставок, которое произойдет



после такой консолидации, и немедленно увеличивают потребление и инвестиции, что дает толчок росту. Более реалистичной предпосылкой могло бы быть то, что экономические субъекты полностью верят, что достигнутая в каждом периоде консолидация является необратимой (также называется «заслуженное доверие»).

В этом случае начальное подавляющее влияние пакета мер консолидации оказывается сглаженным (поскольку меры консолидации сосредоточены на начальном периоде и экономические субъекты полностью предвидят выгоды от консолидации). В России, поскольку требуется укрепление основ налогово-бюджетной политики с учетом того, в каком состоянии они находятся сейчас, значительно более вероятно, что правительству потребуются накапливать «доверие за счет действий»¹⁰. В этом случае экономические субъекты считают консолидацию вызывающей доверие с 2013 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». И наконец, если

¹⁰ Термином «основы налогово-бюджетной политики» называется совокупность правил и институциональных элементов, которые оказывают влияние на то, как правительство формирует свой бюджет. Рассмотрение основ налогово-бюджетной политики в России и рекомендации по их совершенствованию см. предыдущую главу.

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, когда достигается доверие.

12. По сравнению с базисным сценарием, сценарий реформ показывает сильное положительное влияние на рост. Это объясняется сосредоточением мер на начальном периоде, крупной величиной коррекции и тем фактом, что коррекция опирается на инструменты, способствующие росту. В самом деле, даже если правительству необходимо заслуживать доверие («доверие за счет действий»), положительное влияние на рост обнаруживается уже в 2013 году. Доверие к налогово-бюджетным органам может быть повышено за счет укрепления основ бюджета (см. МВФ (2011), готовится к печати). Это приведет к благоприятному кругу взаимодействий, когда уменьшаются факторы уязвимости государственных финансов в краткосрочном плане (по мере того как общий дефицит переходит в профицит) и положительное влияние пакета мер бюджетной консолидации на рост может материализоваться раньше, чем если бы основы бюджета не были укреплены.

Е. Выводы и рекомендации

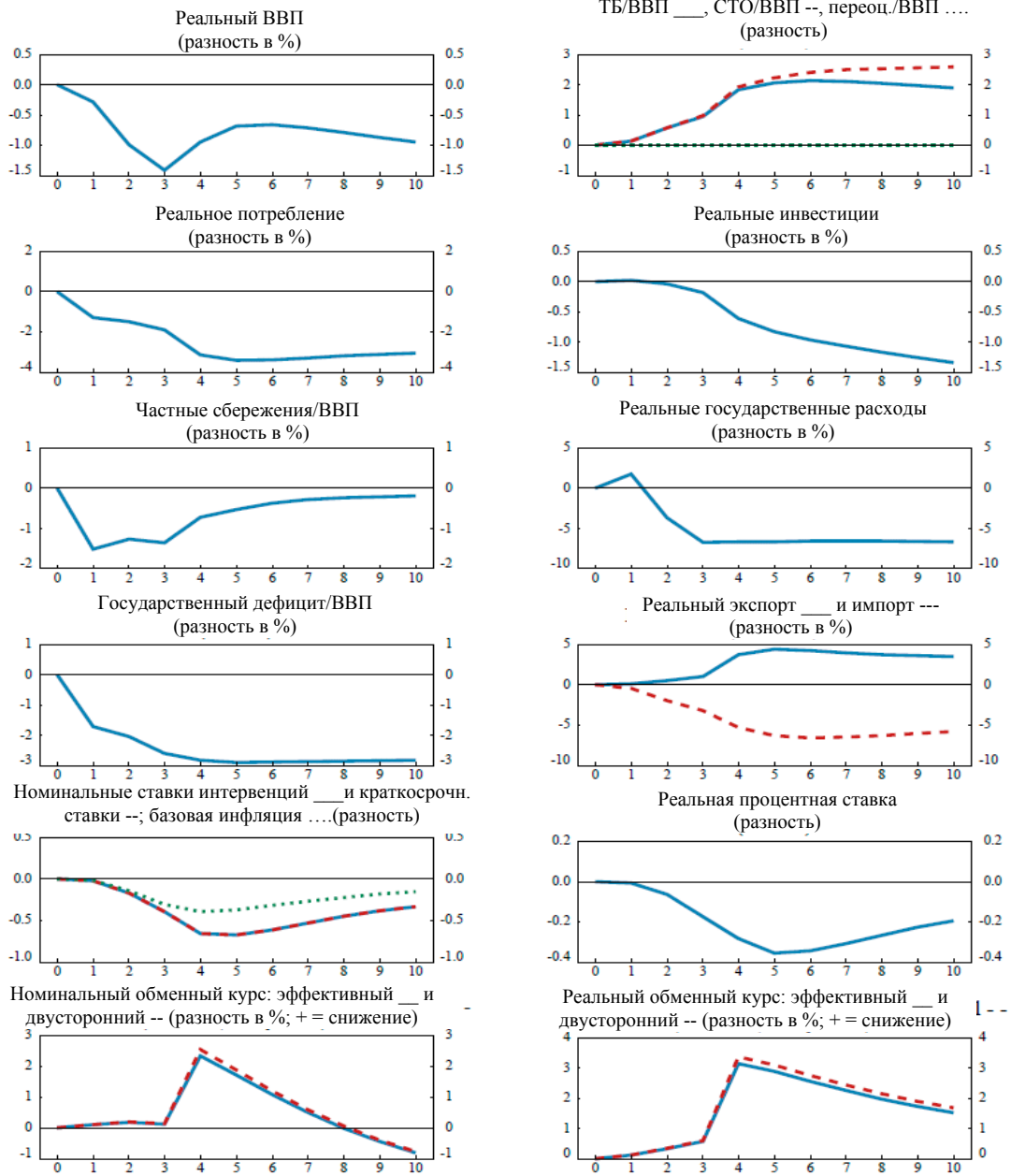
13. Результаты имитационных расчетов по модели указывают на то, что бюджет на 2011–2013 годы не способствует росту. Имитационные расчеты также говорят о том, что можно составить альтернативный пакет мер с использованием инструментов, способствующих росту, чтобы добиться такого же размера консолидации, как предусмотрено в бюджете на 2011–2013 годы, но минимизируя краткосрочное негативное влияние на рост и создавая положительное влияние на рост к 2014 году. И, наконец, результаты для сценария реформ, при котором нефтяной дефицит уменьшается к 2015 году до долгосрочного целевого показателя правительства, указывают на то, что, если бы эта консолидация опиралась на инструменты, способствующие росту, была бы сосредоточена на начальном периоде ее проведения и сопровождалась укреплением основ налогово-бюджетной политики, она могла бы оказать положительное влияние на рост уже в 2013 году. Однако полезно заметить, что представленные в имитационных расчетах эффекты доверия могут быть завышены, учитывая отсутствие в России излишнего бремени долга. Кроме того, в последнее время возникли сомнения в стимулирующих рост сокращениях бюджета, как это отмечается в работе IMF (2010), поскольку идея, что жесткость в налогово-бюджетной сфере стимулирует более высокий рост в краткосрочном плане, практически не находит подтверждения в данных. Однако бюджетная консолидация должна оказать благоприятное влияние в долгосрочной перспективе, поскольку более низкий уровень долга обычно ведет к снижению реальных процентных ставок и бремени процентных платежей, что дает возможность впоследствии сократить налоги, вызывающие искажения в экономике. Эти эффекты,

с большой вероятностью, приведут к увеличению инвестиций и повышению объема производства в долгосрочной перспективе.

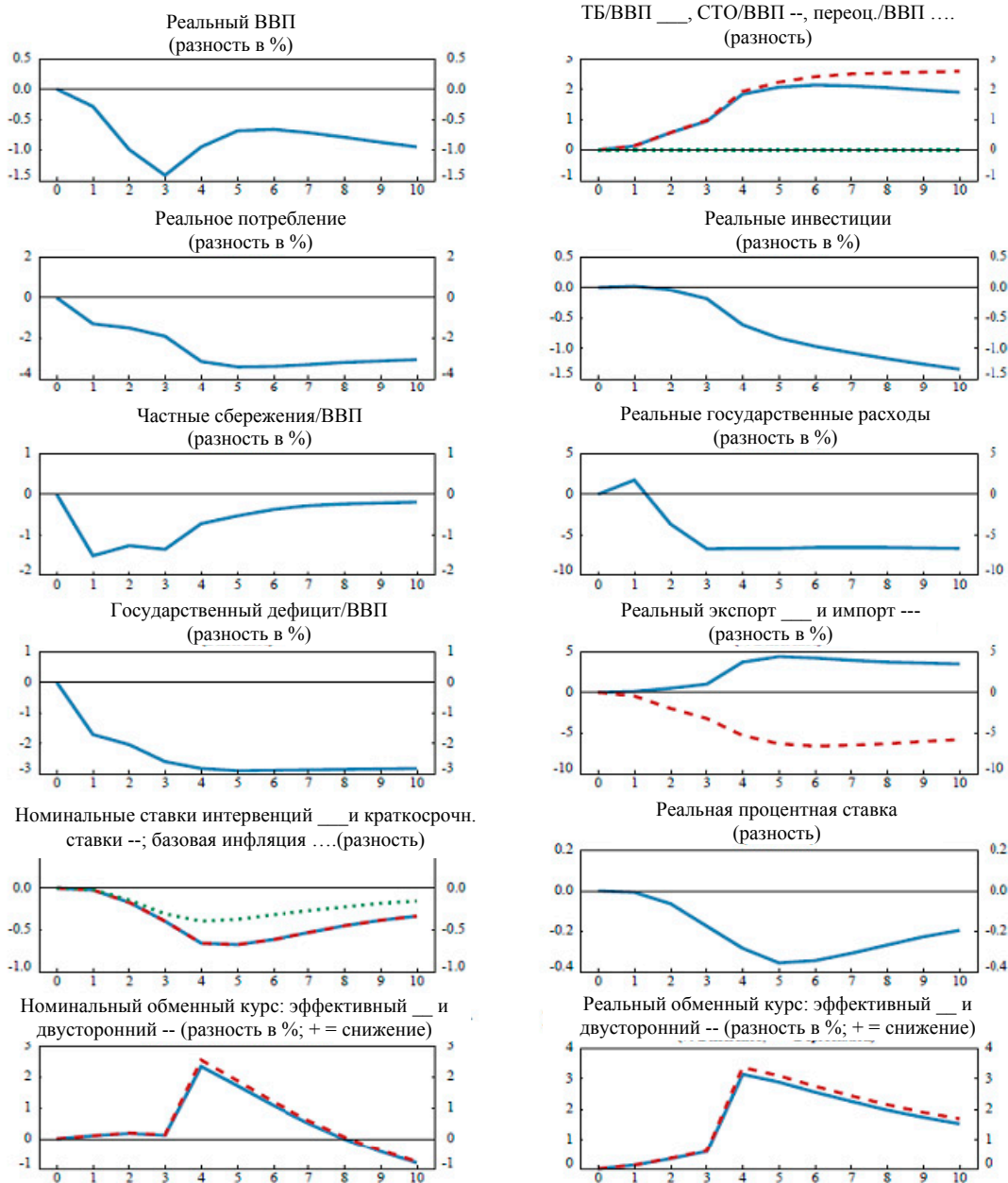
14. С учетом этих выводов персонал МВФ рекомендует следующее.

- Следует заменить неблагоприятные для роста и вносящие искажения меры по повышению налога на фонд оплаты труда, а также по сокращению государственных инвестиций более благоприятными для роста альтернативными мерами, такими как уменьшение общих трансфертов, государственного потребления или повышение налога на потребление.
- Следует укрепить основы бюджета, чтобы повысить степень доверия к проводимой коррекции. Как рекомендуется в работе IMF (2011, готовится к печати), эта мера должна включать сосредоточение внимания на ненефтяном дефиците в качестве якоря для налогово-бюджетной политики, недопущение чрезмерного использования дополнительных бюджетов и пополнение Резервного фонда.
- Чтобы уменьшить ненефтяной дефицит до долгосрочного целевого показателя правительства к 2015 году, правительству потребуются провести более масштабную бюджетную консолидацию, чем запланировано в бюджете на 2011–2013 годы. Если это будет сделано вызывающим доверие образом и с использованием инструментов, способствующих росту, результатом может стать существенное положительное влияние на рост уже в ближайшей и среднесрочной перспективе.

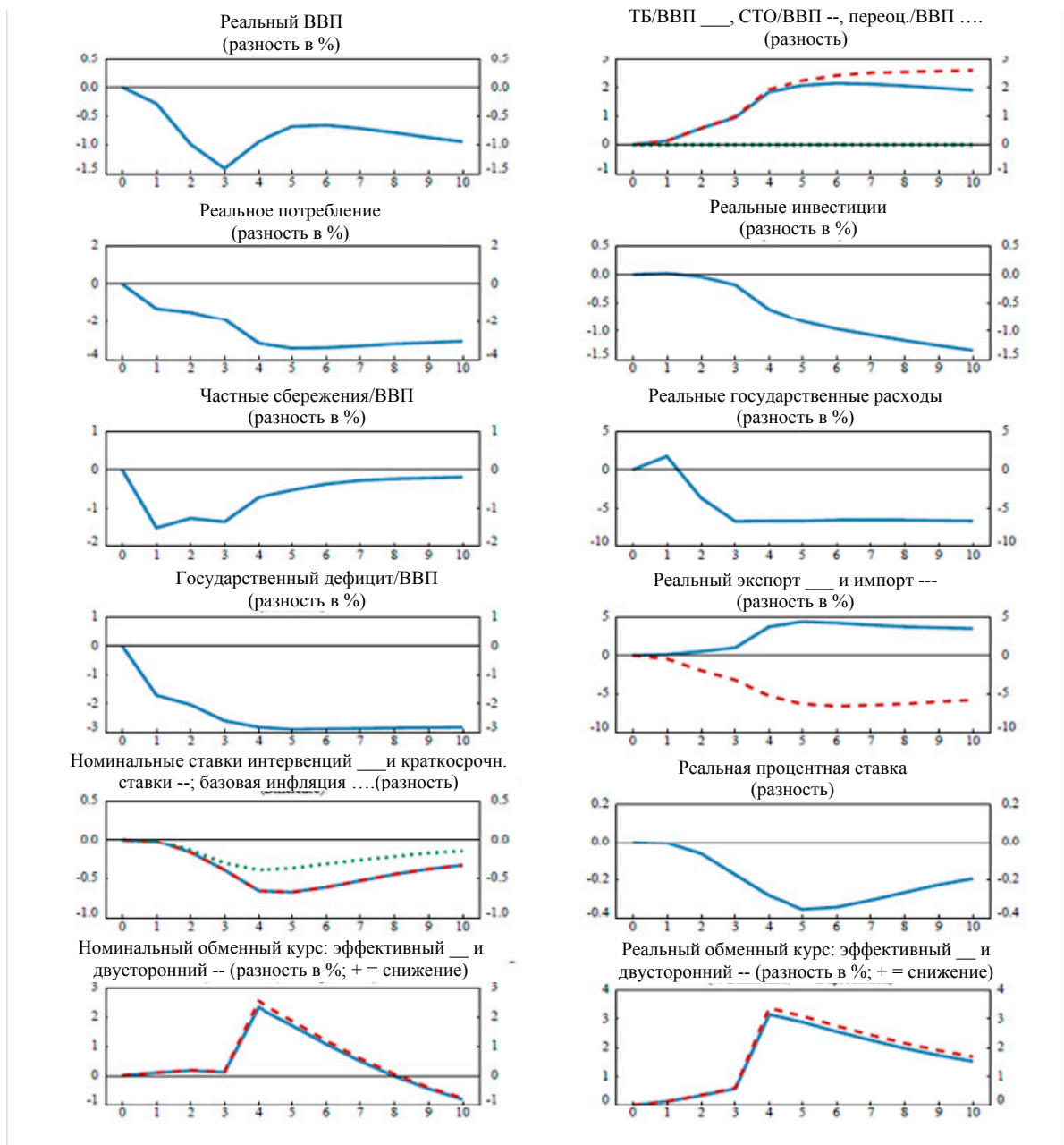
Россия. Пакет бюджетной консолидации на 2011–2013 годы. Доверие сразу
 Россия. Обследование



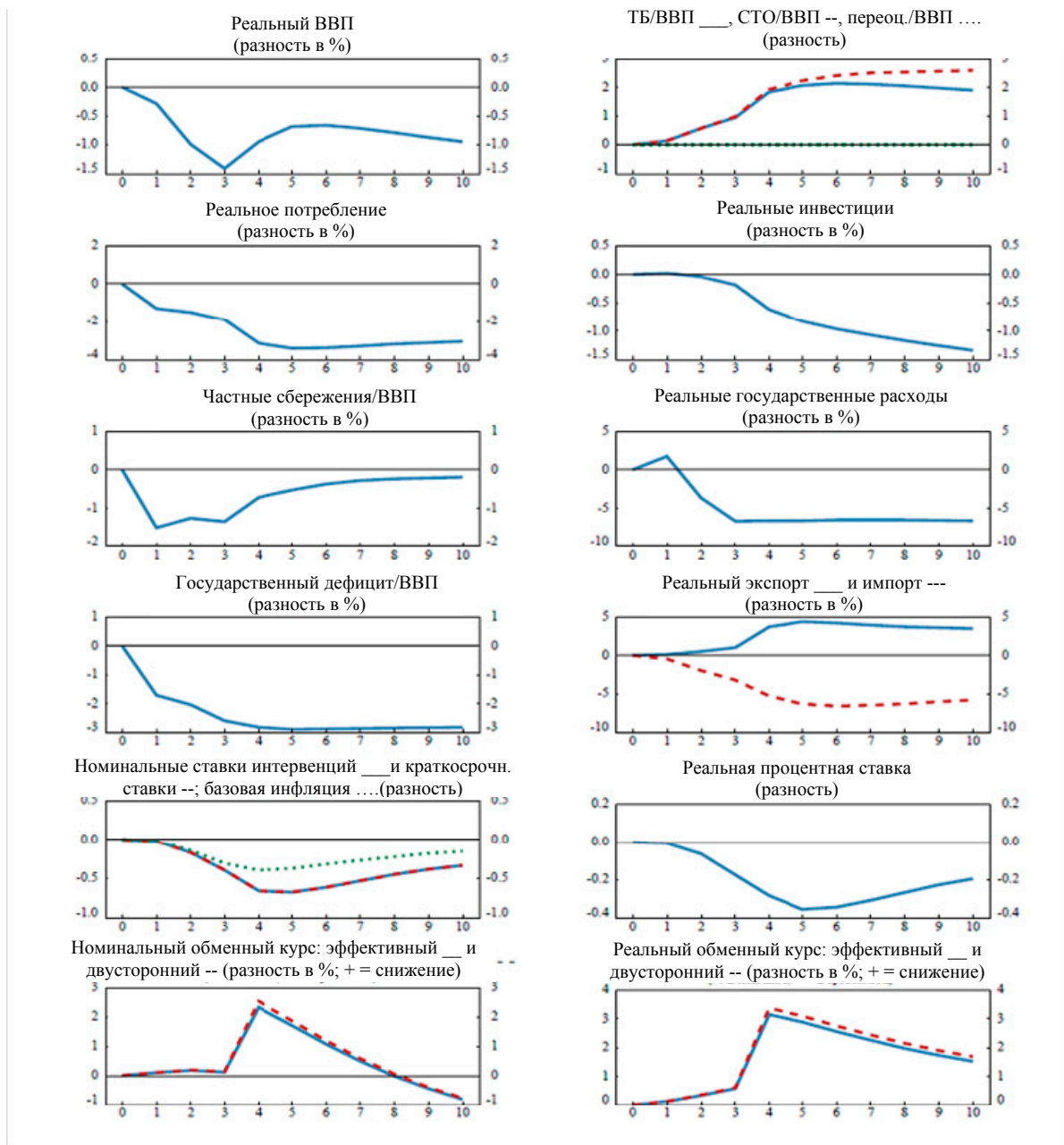
Россия. Пакет бюджетной консолидации на 2011–2013 годы с инструментами,
 благоприятными для роста. Доверие с 2014 года
 Россия. Обследование



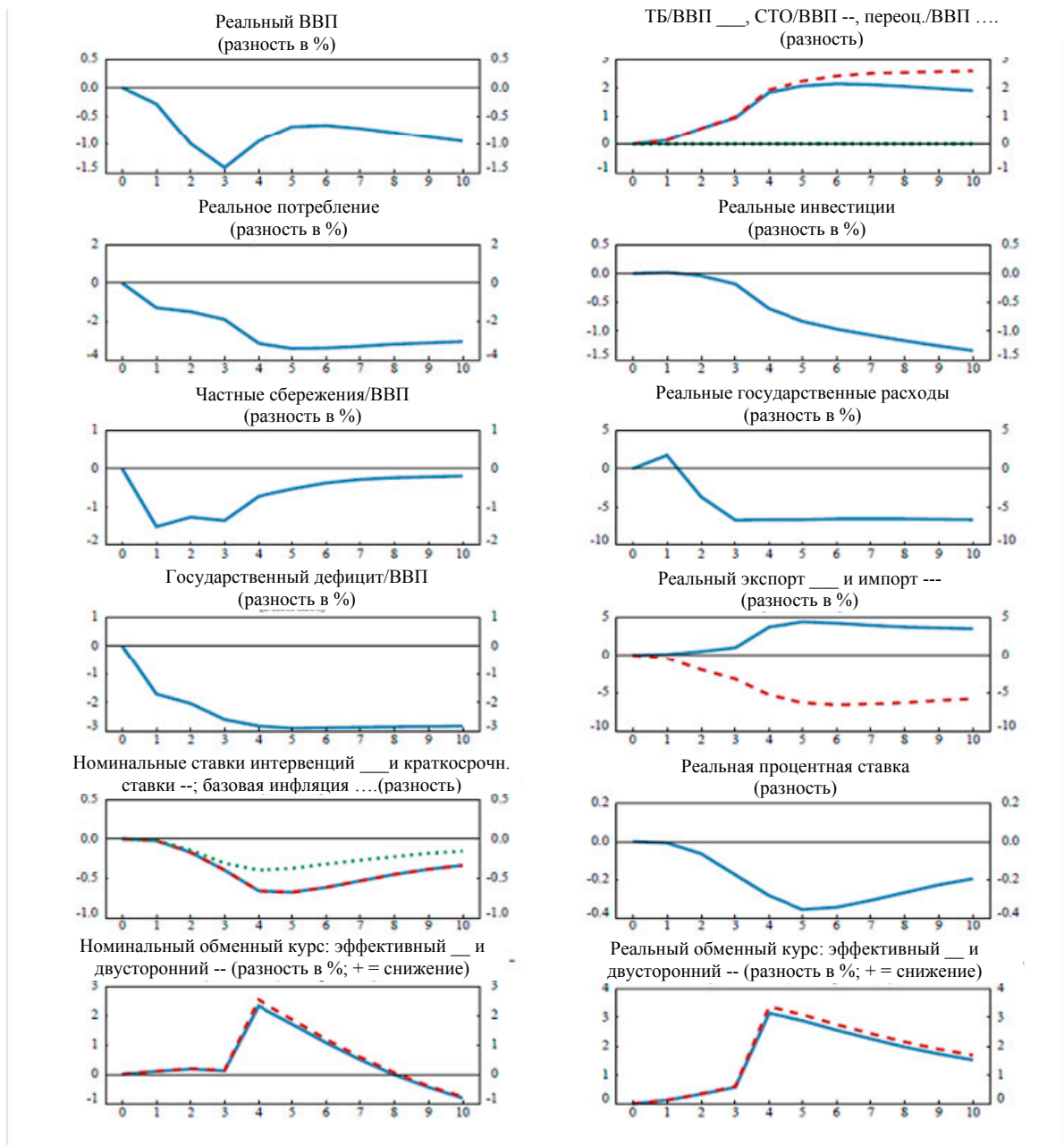
Россия. Пакет бюджетной консолидации на 2011–2013 годы с инструментами,
 благоприятными для роста. Доверие сразу
 Россия. Обследование



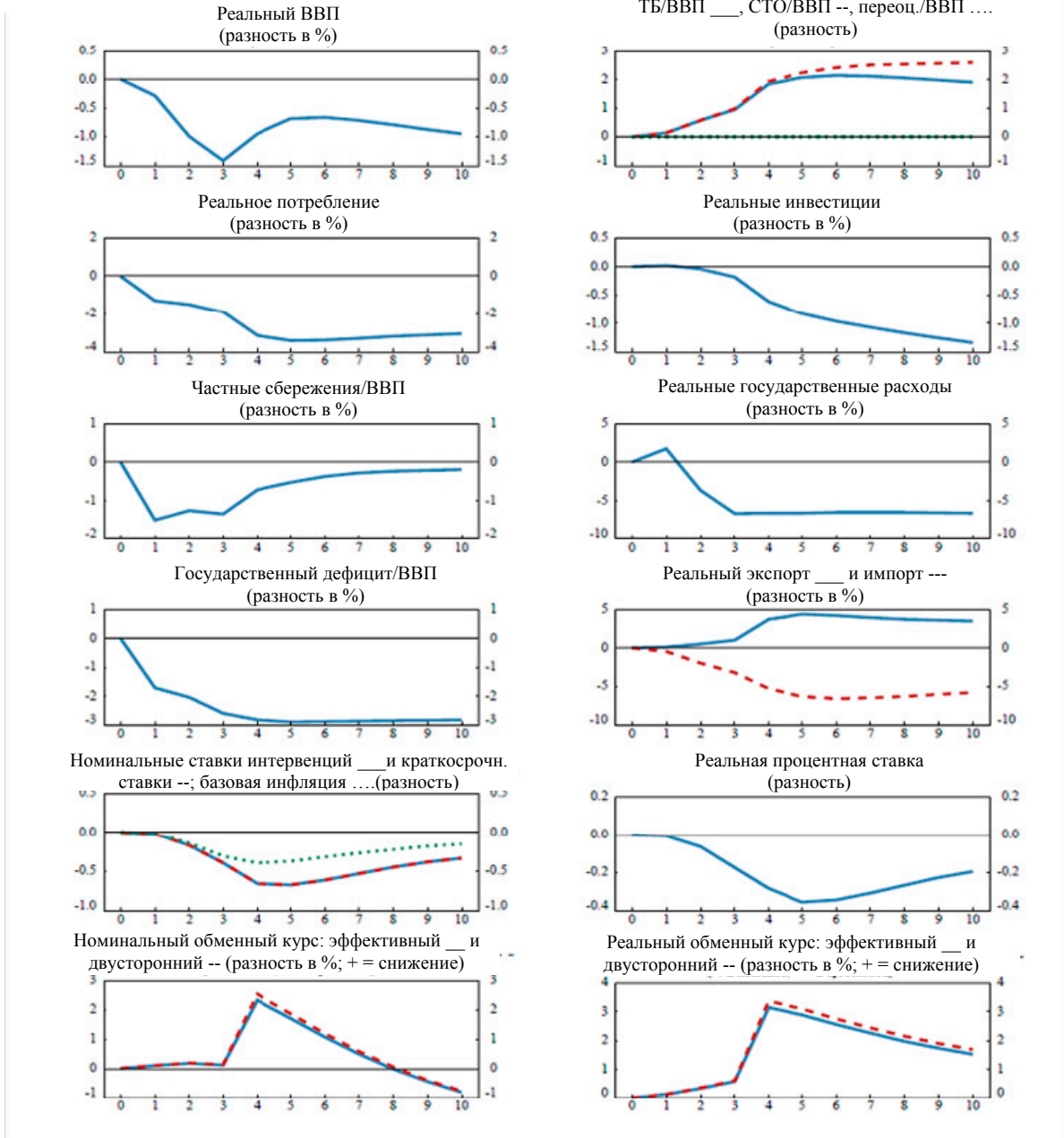
Россия. 5-летняя консолидация для достижения целевого показателя нефтегазового дефицита. Доверие сразу
Россия. Обследование



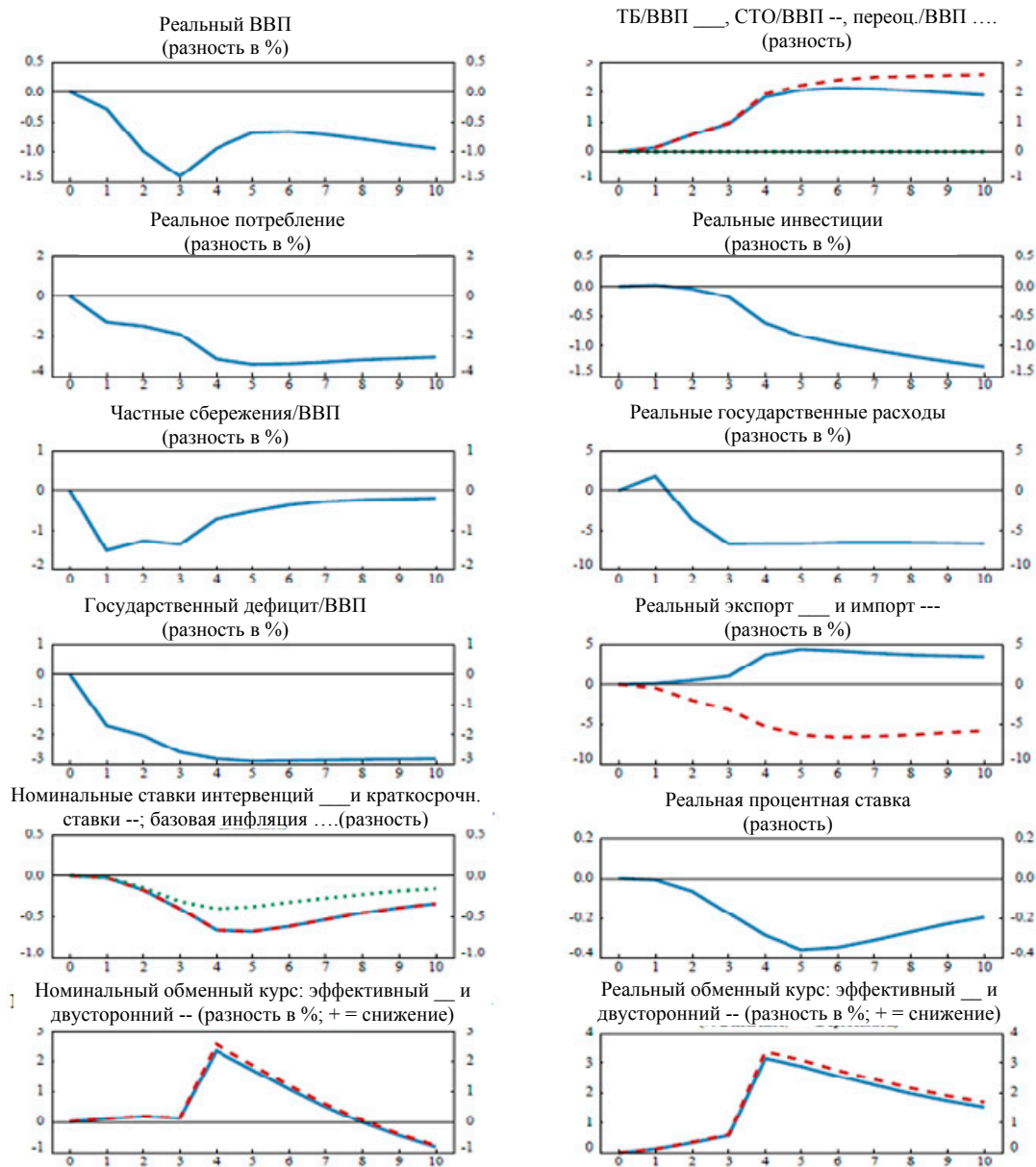
Россия. 5-летняя консолидация для достижения целевого показателя нефтяного дефицита. Нет доверия
Россия. Обследование



Россия. 5-летняя консолидация для достижения целевого показателя нефтегазового дефицита. Заслуженное доверие
Россия. Обследование



Россия. 5-летняя консолидация для достижения целевого показателя нефтяного дефицита. Полное доверие с третьего года
Россия. Обследование



ЛИТЕРАТУРА

Blanchard, Olivier (1985), “Debt, Deficits, and Finite Horizons”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, стр. 223-247.

Gurvich, Evsey, “The Reform of 2010: Have the Long-Range Problems of the Pension System Been Solved?”, *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii*, No. 6, 2010.

Hauer, David (2008), “Macroeconomic Effects of Pension Reform in Russia”, IMF WP 08/201.

IMF 2011 (2010), “World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing”.

Klyuev, Vladimir, and Stephen Snudden (2011), “Effects of Fiscal Consolidation in the Czech Republic”, IMF WP 11/65.

Kumhof, Michael, Doug Laxton, Dirk Muir, and Susanna Mursula (2010), “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure”, IMF WP 10/34.

World Bank (2011a), “Social Expenditure and Fiscal Federalism in Russia”, Report No. 54392-RU.

World Bank (2011b), “Russia Public Expenditure Review”, Report No. 58836-RU.