



ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

Тел. (095) 234 0978 факс (095) 232 9836

<http://www.dcenter.ru>

КОММЕНТАРИИ

КОМУ ДОСТАНУТСЯ НЕФТЕДОЛЛАРЫ?

Уже к концу 2004 г. объем Стабилизационного фонда приблизится к 600 млрд. руб. (или около 20 млрд. долл.). По нашей оценке, в случае сохранения в ближайшие годы высокого среднего уровня цен на нефть (около 30 долл./барр.) в Стабфонд ежегодно будет поступать около 15-20 млрд. долл. и к 2010 г. объем его ресурсов (при условии их дальнейшего накопления) может достичь 130 млрд. долл.

Ресурсы Стабилизационного фонда без учета использования

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
млрд. руб						
Всего	1100	1500	2050	2640	3260	3940
Прирост за год	480	400	550	590	630	680
млрд долл						
Всего	37	49	66	85	106	129
Прирост за год	16	13	18	19	21	22
Справочно: цена на нефть URALS долл./барр.	30	28	30	31	32	32

Примечание: Согласно Проекту Федерального бюджета на 2005 г., принятому во втором чтении 20 октября 2004 г., при цене на нефть 28 долл./бар. объем отчислений в Стабилизационный фонд составит 388 млрд. руб., его ресурсы на конец 2005 г. составят без учета использования 962 млрд. руб., с учетом использования – 720 млрд. руб.

Источник: расчеты Центра развития

В соответствии с действующим законодательством средства, превышающие 500 млрд. руб., могут быть использованы. Пользуясь моментом, все заинтересованные ведомства разрабатывают планы расходования «излишних» средств, однако выбор оптимального варианта должен, в первую очередь, опираться на оценку макроэкономических последствий такого решения.

При всем многообразии предлагаемых вариантов возможные направления использования средств Стабилизационного фонда принципиально сводятся всего к нескольким пунктам:

1. Инвестирование накопленных средств в «первоклассные» ценные бумаги иностранных эмитентов (Правила инвестирования средств уже утверждены правительством 30 сентября 2004 г.)

2. Досрочное погашение государственного внешнего долга (в то время как Проектом бюджета на 2005 г. предусматривается погашение за счет части ресурсов Стабилизационного фонда дефицита источников финансирования без изменения оригинального графика платежей).

3. Направление ресурсов Стабилизационного фонда на социальные цели (в 2005 г. – это финансирование дефицита Пенсионного фонда)

4. Финансирование инвестиций в приоритетные направления развития экономики (такие, как реализация инфраструктурных проектов, внедрение инновационных технологий) на безвозвратной или возвратной основе.

Первое направление – инвестирование средств в бумаги иностранных эмитентов позволяет сохранить политику стерилизации экспортных сверхдоходов. Однако, доходность размещения в такие активы низка по сравнению с теми затратами, которые несет бюджет по обслуживанию государственного внешнего долга. В то же время рост процентных ставок по данному виду финансовых инструментов на фоне роста мировой экономики несколько сглаживает этот негативный эффект. Поэтому размещение средств Стабфонда в облигации стран с наибольшим уровнем процентных ставок (из списка допустимых к инвестированию из средств фонда) может оказаться в раках действующих тенденций достаточно рациональным решением.

Вторым направлением использования Стабилизационного фонда является досрочное погашение внешнего долга. Положительный эффект от такой политики заключается в том, что происходит снижение долговой нагрузки на экономику. Абстрагируясь от технической стороны этого вопроса (выбора категории досрочно погашаемого долга, процесса достижения договоренности с кредиторами и т.п.), можно рассчитать максимальный эффект от такой политики, предположив, что вся часть превышения величины Стабфонда над нормативным уровнем (500 млрд. руб.) направляется на досрочное погашение государственного внешнего долга. Проведенные нами расчеты показали, что объем досрочного погашения долга из средств Стабилизационного фонда в ближайшие 5 лет может составить более 20 млрд. долл., а за 10 лет – около 80 млрд. долл. (в случае сохранения цен на нефть на приемлемо высоком уровне). В этих условиях уже через 8-10 лет внешний дол полностью погашается. Долговая нагрузка на экономику снижается до 5% ВВП (за счет внутреннего долга) против 9% ВВП в случае, если погашение внешнего долга происходит согласно оригинальному графику платежей (*базовый вариант*). Снижение процентных выплат приводит к тому, что профицит бюджета увеличивается на 0,1-0,3 п.п. ВВП по сравнению с базовым вариантом.

Однако в этих расчетах не учитывается, какая часть долга досрочно погашается и те проблемы, которые возникают при досрочном погашении. Речь идет о том, что досрочный выкуп внешнего рыночного долга приводит к росту цен на внешние долговые облигации на этом сегменте, что снижает дисконт выкупа для денежных властей. Нерыночный долг (например, перед Парижским клубом) досрочно погасить в ближайшее время вряд ли возможно из-за «банальной» проблемы - одновременно договориться со всеми членами клуба на приемлемых для России условиях (о величине дисконта и прочих). Вероятнее всего, первоначально досрочное погашение затронет задолженность перед МВФ, а затем (через 2-3 года) можно говорить о возможности досрочного погашения долга перед кредиторами Парижского клуба. Другими словами, одного желания российского Правительства будет недостаточно и процесс досрочного погашения может затянуться во времени.

Третье направление (единственное из предложенных) содержит реальную инфляционную угрозу. И это касается всех видов текущих расходов. В случае финансирования дефицита Пенсионного фонда в дополнение к средствам, остающимся в распоряжении предприятий после снижения ставки ЕСН, в экономику поступают деньги на выплату пенсий, которые непосредственно попадают на потребительский рынок. При отсутствии дальнейших изменений в налоговом законодательстве ожидаемый дефицит распределительной пенсионной системы слишком высок и имеет тенденцию к расширению (с 3 млрд. долл. в 2005 г. до 13 млрд. долл. к 2010 г.). К этому приводит быстрое снижение эффективной ставки ЕСН (в части отчислений в распределительную часть пенсионной системы) – с 17 до 14% Фонда оплаты труда к 2010 г. Причиной снижения эффективной ставки в этом прогнозе является действие шкалы регресса, благодаря чему все большая часть фонда оплаты труда переходит под пониженную ставку налога.

По нашим оценкам, при сохранении эффективной ставки примерно на уровне 2005 г. (24%), которая будет достигнута в результате реформирования Единого социального налога, дефицит Пенсионной системы, составляющий в первые годы после реформы существенную величину (но примерно вдвое меньше, чем в базовом прогнозе), впоследствии сокращается. На наш взгляд, снижение эффективной ставки в результате реформы является достаточно существенным и для правительства есть резон в дальнейшем препятствовать ее сокращению с целью обеспечить положительный баланс Пенсионного фонда (например, путем периодической индексации шкалы регресса). В этих условиях происходит более плавное падение доходов распределительной пенсионной системы относительно ВВП, объясняющееся, с одной стороны, демографическими факторами и снижением численности занятых (плательщиков

взносов в пенсионную систему), с другой стороны, увеличением накопительной части отчислений в пенсионную систему (за счет вовлечения в нее новых участников).

Дефицит Пенсионного фонда и объем Стабилизационного фонда с учетом его покрытия, млрд. долл.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
В условиях действующего законодательства						
Дефицит ПФР	3	7	9	10	11	13
Объем Стабилизационного фонда	29	29	31	34	42	50
При сохранении эффективной ставки ЕСН на уровне 24%						
Дефицит ПФР	3	6	5	4	3	2
Объем Стабилизационного фонда	29	30	36	45	60	80

Источник: расчеты Центра развития

Четвертое направление позволяет напрямую использовать имеющиеся ресурсы для стимулирования экономического роста. Увеличение государственных инвестиций влечет за собой увеличение темпов роста совокупных инвестиций. Поскольку инвестиционные расходы государства слабо затрагивают потребительский рынок, то данный сценарий оказывает наименьшее влияние на уровень инфляции (их увеличение на 1%ВВП приведет к ускорению инфляции на 0,3 п.п.). Тем не менее, увеличение внутреннего инвестиционного спроса способствует ускорению роста промышленного выпуска. Интенсивный рост инвестиций ведет и к увеличению темпов роста ВВП на (0,7 п.п.), что, в конечном счете, опосредовано приводит и к значительному улучшению социальных показателей (ускорение роста доходов населения на 0,5 п.п. и товарооборота на 0,7 п.п.). Таким образом, инвестиционное направление использования средств Стабфонда обеспечивает более благоприятную по сравнению с базовым сценарием макроэкономическую динамику роста капитала и благосостояния населения.

В настоящее время основные приоритеты расходования средств Стабилизационного фонда уже не вызывают существенных разногласий и споры в основном ведутся о структуре распределения средств фонда между этими направлениями. На наш взгляд, политика досрочного погашения внешнего долга приносит не настолько большие «дивиденды», чтобы направлять на это весь излишек Стабфонда (или большую часть), учитывая транзакционные издержки соответствующих переговоров с кредиторами. Несмотря на возможный проигрыш в процентной марже при инвестировании средств в зарубежные облигации при грамотном управлении портфелем эти издержки возможно минимизировать. При этом Стабилизационный фонд будет полноценно выполнять функцию минимизации странового риска, связанного для России с ухудшением мировой конъюнктуры нефтяных цен. Решение проблемы дефицита Пенсионного фонда путем использования средств Стабилизационного фонда, учитывая его масштабы, на наш взгляд может сопровождаться формированием дополнительного ин-

фляционного потенциала. И, наконец, учитывая значимый позитивный эффект инвестиций на развитие экономики, на эти цели, на наш взгляд, следует направлять не менее половины избыточных доходов Стабилизационного фонда.