



НЕ ПРИВЕДЕТ ЛИ РАСХОДОВАНИЕ СРЕДСТВ НЕФТЯНЫХ ФОНДОВ К УСКОРЕНИЮ ТЕМПОВ ИНФЛЯЦИИ?

25 мая текущего года Госдума РФ приняла в первом чтении федеральный бюджет на 2008-2010 гг. Предусмотренный им рост обязательств бюджета одновременно с увеличением порогового уровня нефтяных цен, при котором бюджет становится бездефицитным, сокращает потенциал использования нефтяных фондов¹ для стерилизации нефтяных доходов. Еще сильнее сокращает этот потенциал появление возможности инвестировать в экономику средств Фонда будущих поколений (национального благосостояния). Хотя именно этот эпизод увеличения расходов можно считать «предвыборным», межстрановые сопоставления показывают, что уровень расходов расширенного правительства в России является достаточно низким, а с достижением более высокого уровня развития страны увеличение доли госрасходов в ВВП является закономерным. Альтернативой использованию нефтегазовых доходов для данных целей является повышение налогов, собираемых в ненефтегазовом секторе.

В начале года многие эксперты предполагали, что в 2008-2010 гг. в России может возникнуть проблема недостатка ликвидности из-за резкого сокращения сальдо торгового баланса страны. Если бы приток валюты существенно сократился, а Стабилизационный фонд аккумулировал средства в тех же размерах, что и сейчас, потребовалось бы расширение операций рефинансирования со стороны Банка России. Однако предусмотренное в трехлетнем бюджете увеличение масштабов использования нефтяных доходов в экономике не только сняло этот вопрос, но и поставило обратный: не будет ли предполагаемое смягчение бюджетной политики чрезмерным?

Возможности для использования внутри экономики средств нефтяных фондов будут зависеть от способности экономики «переварить» эти средства, избежав инфляционных последствий. В нынешних условиях не только изменения нефтяных цен, но и масштабы притока иностранного капитала являются факторами, формирующими предложение иностранной валюты. Поскольку приток капитала не может быть стерилизован нефтяными фондами, он создает дополнительную нагрузку на денежные власти, понуждая развивать другие, помимо покупки/продажи валюты, монетарные инструменты регулирования ликвидности. С такой ситуацией денежные власти уже столкнулись в первом квартале текущего года, причем на фоне достаточно жесткой бюджетной политики.

Основной вопрос состоит в том, будет ли ожидаемый в ближайшие годы рост прямых иностранных инвестиций (ПИИ) дополнять процесс заимствований за рубежом или будет в большей степени замещать его. В случае, если приток ПИИ заменит кредиты, суммарный чистый приток капитала будет расти умеренными темпами и в 2007-2010 гг. увеличится не более чем с 43 до 54 млрд. долл. При реализации такого варианта в 2008-2010 гг. ни приобретение валюты

¹ Резервный фонд и Фонд будущих поколений (Фонд национального благосостояния), создаваемые вместо Стабилизационного фонда.



Банком России, ни расходование средств Фонда национального благосостояния не создадут существенной инфляционной угрозы. Но если в 2007-2010 гг., ежегодный чистый приток капитала составит от 55 до 75 млрд. долл., в экономике возникнет необходимость дополнительной стерилизации ликвидности в размере 1 трлн. руб. В этом случае масштабное расходование средств Фонда национального благосостояния - при неразвитости инструментов денежной политики (ставки рефинансирования и операций с облигациями на открытом рынке) - может привести либо к инфляционному скачку, либо к резкому укреплению рубля.

Нужно сказать, что в положении двойного профицита (текущего баланса и баланса капитальных операций) Россия не одинока. Наиболее значимым примером страны, которая долгое время находится в подобной ситуации и тем не менее обладает стабильной валютой и достаточно низким уровнем инфляции (за три года – с 2004 по 2006 гг. - индекс потребительских цен вырос здесь на 7,3%) – является Китай. Эта страна смогла в существенной степени решить проблему излишней ликвидности за счет развертывания рынка облигаций национального Центрального банка. Около 50% прироста пассивов денежных властей обеспечивается в Китае увеличением выпуска облигаций и только 8-13% - увеличением наличности. В России же в 2005-2006 гг. 43% прироста пассивов было обеспечено увеличением средств Стабилизационного фонда, 32% – ростом наличных и менее чем 3% – операциями РЕПО, использованием депозитов в Центральном банке и облигаций Банка России.²

Заметим, что в настоящее время рынок ОБР практически не развит – соответственно, Банк России может использовать облигации только как инструмент стерилизации ликвидности. Преимущество развитого рынка облигаций состоит в том, что он позволяет денежным властям использовать данный инструмент в полную силу, т.е. в случае необходимости выкупать облигации для «впрыска» денег в экономику. Развертывание потенциала использования этого инструмента может во многом облегчить задачу регулирования денежного рынка в условиях существенного потока капитала, «приливы» и «отливы» которого в среднесрочном периоде слабопрогнозируемы по сравнению с внешнеторговыми операциями. Преимущество этого механизма относительно покупки/продажи валюты состоит в том, что он не приводит к дилемме «укрепление курса – инфляция». Соответственно, вопрос о целесообразности расходования средств Фонда будущих поколений в этом случае перейдет исключительно в сферу обеспечения устойчивости бюджета и экономической эффективности.

Наталья Акиндинова, Максим Петрович

² Конечно, необходимо принять во внимание очевидные особенности экономического механизма Китая с его значимой опорой на директивные решения партийных и хозяйственных органов. Если банкам «рекомендовали» вкладывать средства в облигации, а не кредитовать экономику, они и будут это делать.