

II. УПРАВЛЕНИЕ СВЕРХДОХОДАМИ ОТ РЕАЛИЗАЦИИ НЕФТИ: БОЛЬШИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ РОССИИ.

В условиях ограниченных возможностей российской экономики по поглощению огромного притока нефтяных доходов Стабилизационный фонд стал основным инструментом поддержания макроэкономической стабильности. За счет размещения этих дополнительных ресурсов в управляемом портфеле международных активов Россия может ослабить зависимость бюджета от нефтяного сектора и существенно расширить возможности для диверсификации экономического развития и проведения социальной политики. В данном разделе анализируются характер и масштаб таких возможностей, а также приводятся расчеты, полученные с помощью имитационной модели с учетом определенного набора допущений.

Несмотря на уверенный экономический рост и другие позитивные тенденции последних лет, перед Россией все еще стоят непростые задачи в области экономического развития. Они включают дисбаланс в экономическом развитии регионов, разрушающую инфраструктуру, низкий уровень инвестиций, социальные проблемы во многих регионах, демографический кризис и проблемы поддержания конкурентоспособности обрабатывающих отраслей промышленности. Сегодняшняя ситуация значительно отличается от 90-х годов, так как российское правительство также накапливает значительные сверхдоходы и резервы в условиях высоких цен на нефть и газ. В этой связи совершенно естественно, что большое внимание в политических дискуссиях уделяется вопросу о том, каким образом Россия могла бы управлять растущими бюджетными резервами или использовать их для решения остающихся проблем в области экономического развития.

Многочисленные предложения сводятся к смягчению бюджетной политики в том или ином виде - либо за счет снижения ставок налогообложения, либо за счет проведения более масштабных программ государственных инвестиций. Хотя Россия постепенно делает шаги в этом направлении, она сталкивается с серьезными ограничениями в области макроэкономической стабилизации, потенциальной неустойчивости бюджета и слабой институциональной базы для поддержки эффективных государственных инвестиций. Решающую роль в поддержании макроэкономической стабильности и предотвращении ускорения укрепления реального курса рубля играет стерилизация огромного притока иностранного капитала за счет накопления сверхдоходов бюджета в Стабилизационном фонде. Ввиду слабости финансовых рынков и банковского сектора возможности денежно-кредитной политики по эффективной стерилизации притока капитала такого масштаба существенно ограничены. Снижение налоговой нагрузки на несырьевой сектор может усугубить и без того серьезную уязвимость российского бюджета к изменению цен на нефть. В условиях, сложившихся в 1990-е годы, предпочтение отдавалось развитию институтов, ориентированных на краткосрочное бюджетирование. И только сейчас Россия приступила к разработке бюджета на среднесрочную перспективу, хотя создание эффективных институтов для более долгосрочного финансирования приоритетных инвестиционных проектов является непростой задачей. Высокий уровень коррупции и искаженные стимулы чиновников всех уровней власти осложняют выполнение этой задачи.

Бюджетный резерв России растет и существенно увеличится при условии сохранения высоких цен на нефть. Учитывая масштабность стоящих перед Россией задач экономического развития, важно как можно более правильно оценить упущенные возможности, связанные с принятием того или иного решения в области экономической политики. Оценка таких упущенных возможностей – нелегкая задача. Между тем, в большинстве российских дискуссий о Стабилизационном фонде, по крайней мере, один

аспект, связанный с упущенными возможностями, не нашел должного отражения, а именно: упущенные возможности, связанные с отказом от размещения государственных сбережений в диверсифицированном портфеле иностранных активов. Предположение иногда исходит из того, что сверхдоходы будут либо потрачены сегодня, либо изъяты из экономики с последующим использованием только в случае падения цен на нефть до очень низкого уровня. В действительности же, если в настоящее время отказаться от политики увеличения расходов бюджета, то такие сверхдоходы могут быть использованы уже сейчас с весьма существенной выгодой для России, что позволит значительно повысить защищенность экономики, повысить уровень жизни и создать возможности для проведения более эффективной политики в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Россия может извлечь уроки из опыта других стран, управляющих фондами, сформированными за счет доходов от реализации сырья, в особенности, Норвегии. Кроме того, потенциальный интерес для России представляют возможности, имеющиеся на финансовых рынках, которые многие из этих стран еще не использовали.

Стабилизационный фонд уже является не только инструментом страхования федерального бюджета от колебаний цен на нефть, он также становится все более важным элементом благосостояния России. В начале 2006 г. накопленная в Фонде сумма составила почти 1,5 трлн. рублей и может возрасти до 3 трлн. к концу текущего года в зависимости от динамики цен на нефть. Этого объема уже достаточно для того, чтобы застраховать государственный бюджет на несколько лет вперед в случае снижения мировых цен на нефть до 20 долларов за баррель. Если в ближайшей или среднесрочной перспективе не произойдет резкого падения цен на нефть, как сейчас прогнозируют большинство экспертов, то объем фонда увеличится достаточно быстро. Поэтому России имеет еще больший смысл использовать часть сверхдоходов для размещения в долгосрочном фонде, как это происходит в ряде других государств экспортеров нефти.

В настоящее время средства Стабилизационного фонда размещены на рублевом счете в Банке России. Ввиду опасений, связанных с возможными судебными исками на некоторые российские зарубежные активы, инвестирование средств Стабилизационного фонда в иностранные активы откладывается. В рамках действующего законодательства разрешается вложение средств только в менее рискованные и высоколиквидные иностранные государственные облигации. Между тем правительство в настоящее время рассматривает возможность внесения изменений в законодательство с целью разрешить инвестировать часть средств Фонда в акции. Этот подход имеет преимущества по двум важным причинам. Во-первых, с точки зрения долгосрочной стратегии инвестирования портфель, включающий акции, обеспечивает значительно более высокую доходность. Во-вторых, доходность многих акций имеет отрицательную корреляцию с динамикой цен на нефть. Таким образом, за счет правильного выбора корпоративных ценных бумаг можно хеджировать риски возникновения шока, вызванного изменением цен на нефть.

Если в среднесрочной перспективе цены на нефть будут оставаться на достаточно высоком уровне, то Россия сможет накопить диверсифицированный инвестиционный фонд, состоящий из иностранных ценных бумаг, что позволит отчасти решить ряд стоящих перед Россией задач экономического развития, описанных выше. В среднесрочной перспективе объем резервного бюджетного фонда России существенно возрастет, а его доходы значительно повысятся, что позволит России использовать для нужд финансирования лишь доходы фонда (не используя основную сумму) и создаст значительные возможности:

- Учитывая диверсифицированный характер Фонда и его отрицательную корреляцию с ценами на нефть, возможно, удастся существенно уменьшить остающуюся в настоящий момент проблему уязвимости государственного

бюджета к изменениям цен на нефть. Помимо важной функции защиты российского бюджета от шоков, вызванных изменением цен на нефть, эта мера позволит изменить саму основу бюджетной политики. В частности, она позволит существенно снизить риски, связанные со стимулированием диверсифицированного экономического роста за счет снижения налоговой нагрузки на несырьевой сектор. Благодаря ослаблению зависимости от нефтяных доходов, нагрузка на нефтегазовую отрасль также снизится, что создаст стимулы и ресурсы для инвестиций, которые необходимы этим отраслям для успешного развития. Кроме того, за счет Фонда будет поддерживаться развитие эффективной антициклической бюджетной политики, то есть расходование средств Фонда может увеличиваться в целях преодоления экономического спада в России, связанного со снижением цен на нефть.

- В настоящее время Россия переживает демографический кризис в виде старения населения и снижения его численности. Бюджет Пенсионного фонда уже имеет дефицит, и, согласно прогнозу, этот дефицит возрастет. Старение населения также ложится тяжелым бременем на здравоохранение. Хотя многие страны мира борются с такими же проблемами, у России имеется огромное преимущество в виде возможности капитализации пенсионного фонда и накопления резерва для решения будущих социальных задач в стране.
- Недавно Россия приступила к реализации важных бюджетных реформ, которые, как ожидается, помогут упорядочить и повысить эффективность государственных расходов, в том числе инвестиционных. Однако эти реформы все еще находятся на раннем этапе. Повышение эффективности государственных расходов в будущем подразумевает получение возможной выгоды от перенесения финансирования некоторых проектов на будущие периоды и взамен получения дохода от вложения средств в управляемые портфели международных активов.

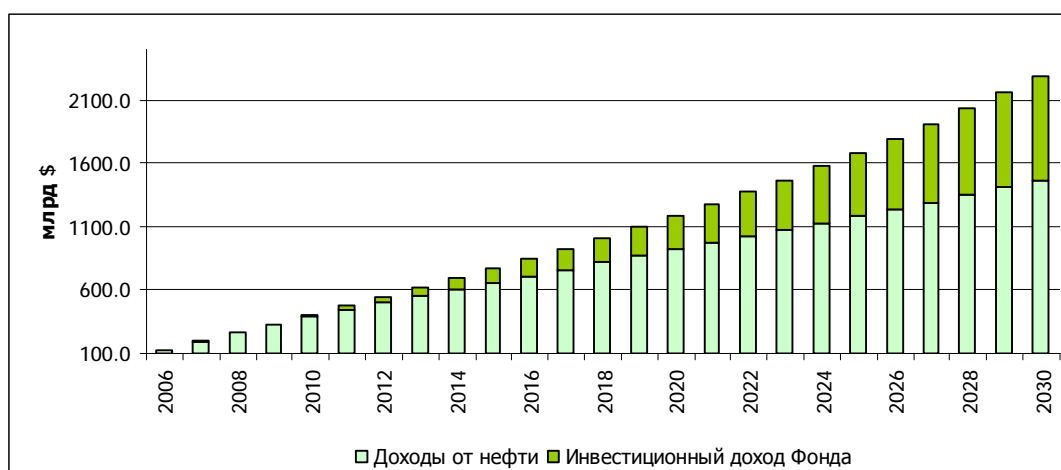
Мы использовали имитационную модель для демонстрации того, какие возможности могут существовать для России в случае накопления средств в управляемом Фонде. В данном сценарии предусматривается, что в среднесрочной перспективе цена на нефть будет постепенно снижаться, оставаясь при этом на достаточно высоком уровне, что позволит накапливать средства (вопрос о защите бюджета от резкого падения цены на нефть рассматривается ниже). А именно, мы допускаем, что к 2030 г. цены на нефть в реальном выражении постепенно снизятся до 40 долларов США за баррель. Расходы федерального бюджета зафиксированы на уровне 17 процентов ВВП, а весь профицит бюджета, как предполагается, будет накапливаться в Фонде. Принятое в модели допущение о темпах роста ВВП весьма консервативно: рост ВВП постепенно замедляется с 5,5 до 3 процентов. Предполагается, что налоговые поступления в целом будут расти в соответствии с ВВП. Это означает, что единственной причиной изменения доходов бюджета являются колебания нефтяных доходов. Мы предполагаем, что в краткосрочной перспективе продолжится реальное укрепление курса рубля по отношению к доллару США. Начиная с 10,6 процентов в 2006 г., оно будет постепенно замедляться по мере того, как сальдо платежного баланса будет приближаться к нулю. Коэффициент эластичности доходов федерального бюджета по цене на нефть установлен на постоянном уровне 0,7. Эта оценка является консервативной, при этом она сопоставима с другими оценками, встречающимися в литературе. Наконец, прогноз годовой инфляции доллара США составляет 3 процента. В таблице 2.2 более детально представлены конкретные допущения.

До тех пор, пока объем фонда достигнет достаточно больших размеров и будут созданы необходимые институты и законы для управления более долгосрочным портфелем,

России, скорее всего, будет необходимо защищать бюджет, размещая значительную часть фискального резерва в высоко ликвидных и менее рискованных активах. Если цены на нефть останутся высокими, то, с ростом объемов резервного фонда и появлением необходимых институтов, будет естественным, если правительство переведет значительную часть этих резервов в более долгосрочный портфель активов. Доходность такого долгосрочного портфеля, хотя и является более волатильной в краткосрочной перспективе, но при этом значительно выше в долгосрочной перспективе. В нашей имитационной модели мы допускаем, что в начале правительство инвестирует 50% фонда в 3-х месячные гос. векселя и 50% в более долгосрочные гос. облигации; с 2008 по 2010 год в 3-х месячные гос. векселя (1/3 портфеля), долгосрочные гос. облигации (1/3) и акции (1/3). С 2011 года портфель состоит из 3-х месячных гос. векселей (10%), долгосрочных гос. облигаций (30%), и акций (60%). В соответствии с историческими данными среднегодовая доходность этих портфелей предполагается на уровне 119.5, 225 и 328.3 базовых процентных пунктов соответственно.

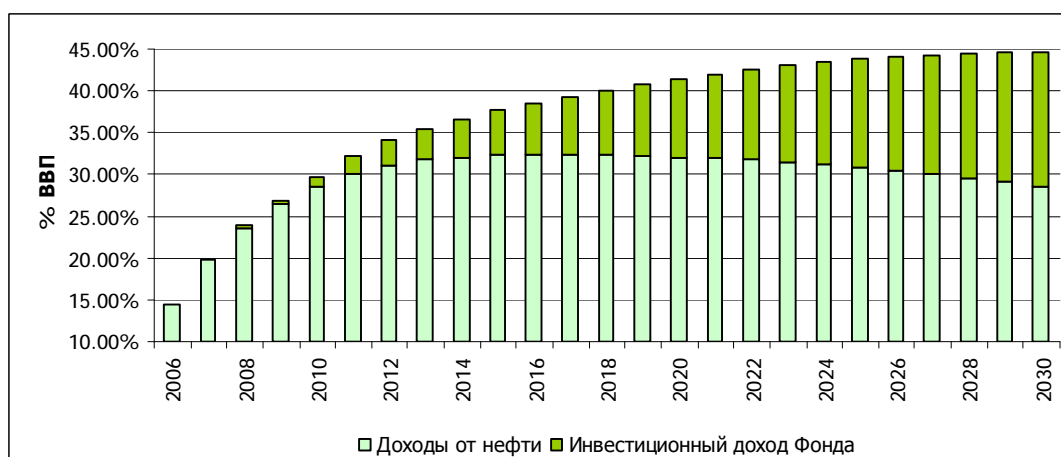
На графике 2.1. приводится оценка реального долларового объема средств Фонда с учетом всех допущений, а на графике 2.2. рассматривается его доля в ВВП. По мере укрепления курса рубля и роста ВВП динамика второго показателя (доли в ВВП) замедляется:

График 1: Объем Фонда в реальном (2006 г.) долларовом выражении



Источник: оценки сотрудников Банка

График 2: Доля Фонда в ВВП



Источник: оценки сотрудников Банка

Рассчитанное накопление Фонда является весьма впечатляющим. Даже в случае отказа от инвестирования Фонда, к 2030 году его накопления составят 1,47 трлн. долларов США (в ценах 2006 г.), что примерно вдвое больше размера текущего российского ВВП и составляет 29 процентов ВВП, прогнозируемого в 2030 г. Если правительство инвестирует Фонд в соответствии с предложенным сценарием и ничего не тратит до 2030 года, благосостояние России увеличится на дополнительные 818 млрд. долларов США, при этом объем фонда увеличится до 2,29 триллионов долларов США или 43% прогнозируемого в 2030 году ВВП.

Каковы возможности государства по получению доходов в будущем? В таблице 2.1 приведены сценарии, при которых правительство принимает решение либо в 2015 г., в 2020 г., или в 2025 г. о прекращении реинвестирования доходов Фонда и поддержании постоянного объема Фонда в реальном долларовом выражении в течение неопределенного срока. В случае 2015 года., дополнительные доходы, которые могут быть потрачены в 2016 году, составят 77 млрд. долларов США, что примерно равно объему сегодняшних поступлений в федеральный бюджет от НДС и экспортной пошлины на нефть. Из этой суммы 25 млрд. долларов США составит доход от инвестирования Фонда, тогда как оставшаяся сумма будет получена за счет новых сверхдоходов от реализации нефти. Если правительство сохранит реинвестирование доходов Фонда до 2020 г., то цифры составят 90 и 38 млрд., соответственно. А при реинвестировании до 2025 года цифры составят 110 и 55 млрд., соответственно. В любом случае относительная зависимость федерального бюджета от нефтяной отрасли будет существенно ослаблена. Принимая во внимание отрицательную корреляцию доходности Фонда с ценами на нефть, более низкая цена на нефть хотя и снизит объем нефтяных доходов, но может увеличить ежегодный инвестиционный доход.

Таблица 2.1: Сценарии получения инвестиционного дохода при условии поддержания постоянного размера Фонда в реальном долларовом выражении (\$ млрд.)

	Сценарий 1: 2015 г.			Сценарий 2: 2020 г.			Сценарий 3: 2025 г.		
	Остаток на счете Фонда	Сумма, в распоряжении для использ-я	В т.ч. доход Фонда	Остаток на счете Фонда	Сумма, в распоряжении для использ-я	В т.ч. доход Фонда	Остаток на счете Фонда	Сумма, в распоряжении для использ-я	В т.ч. доход Фонда
2015	771	0	0	771	0	0	771	0	0
2016	771	77	25	849	0	0	849	0	0
2017	771	77	25	929	0	0	929	0	0
2018	771	77	25	1011	0	0	1011	0	0
2019	771	76	25	1096	0	0	1096	0	0
2020	771	77	25	1184	0	0	1184	0	0
2021	771	77	25	1184	90	38	1276	0	0
2022	771	77	25	1184	91	38	1370	0	0
2023	771	78	25	1184	91	38	1469	0	0
2024	771	78	25	1184	92	38	1571	0	0
2025	771	79	25	1184	93	38	1677	0	0
2026	771	80	25	1184	94	38	1677	110	55
2027	771	81	25	1184	95	38	1677	111	55
2028	771	82	25	1184	96	38	1677	112	55
2029	771	84	25	1184	97	38	1677	113	55
2030	771	85	25	1184	98	38	1677	114	55

Источник: оценки сотрудников Банка

Безусловно, если бы цена на нефть существенно упала в краткосрочной или среднесрочной перспективе, Россия лишилась бы возможности накапливать средства Фонда в таких больших объемах. Вслед за существенным падением цены на нефть средства Стабилизационного фонда истощились бы уже в краткосрочной перспективе, поскольку направлялись бы на финансирование дефицита федерального бюджета. Если бы цена на нефть осталась на таком низком уровне, то в среднесрочной перспективе потребовалось бы серьезное ужесточение бюджетной политики, что стало бы особенно болезненным для экономики страны, страдающей от спада, вызванного снижением цен на нефть. Поэтому, понятно, что вопрос о защите страны в случае таких непредвиденных обстоятельств, является важнейшим политическим приоритетом.

В сценарии, представленном выше, правительство защищает бюджет, размещая относительно большую долю портфеля в высоколиквидных активах в краткосрочной перспективе, и только постепенно увеличивает долю более долгосрочных активов в портфеле.

На международных финансовых рынках также имеются другие возможности для России по хеджированию рисков, связанных с резким снижением цен на нефть. С учетом того, что на сегодняшний день резкое снижение цен на нефть в краткосрочной и среднесрочной перспективе представляется маловероятным, стало относительно недорого покупать гарантии, обеспечивающие поставки нефти по минимальной цене. Например, согласно оценкам экспертов Банка, Россия могла бы приобрести пятилетнюю гарантию ("пут" опцион) ежегодных поставок одного млрд. баррелей нефти по текущей цене на нефть примерно за 9,5 млрд. доллара США. Учитывая объем накопленных средств в Фонде, еще одним вариантом могла бы стать покупка гарантии на меньшую сумму для страхования убытков в те годы, для которых существует больше неопределенности. Например, покупка гарантий на 2009 и 2010 гг. могла бы защитить Россию от колебаний цен на нефть на пять лет, в течение которых в резервном фонде могли бы накопиться значительные средства, которые обеспечили бы России весьма устойчивое положение в будущем. За счет покупки гарантий на рынке можно было бы потенциально высвободить более значительную часть средств Фонда для вложения в долгосрочные высокодоходные инструменты.

Возможностей для управления нефтяными сверхдоходами в России множество. Упущенные возможности могут быть также высокими. Реальное развитие событий, скорее всего, будет значительно отличаться от представленного выше сценария. В частности, цены на нефть могут, в конечном счете, быть существенно выше или ниже приведенных прогнозов. В рамках текущего обсуждения экономической политики правительство по понятным причинам уделяет управлению Стабилизационным фондом первостепенное внимание. В будущих учебниках российской истории оценка проводимой действующим правительством экономической политики будет зависеть, скорее всего, от того, насколько эффективно оно управляет растущим нефтяным благосостоянием страны.

Таблица 2.2: Допущения, лежащие в основе имитационной модели

Год	Реальный рост ВВП	Цена на нефть в реальном выражении в долларах США за баррель	Реальное укрепление курса рубля по отношению к доллару США (1= укрепление не происходит)	Расходы федерального бюджета (% от ВВП)	Годовая инфляция в США (%)
2006	5,50%	57	1.106	17	3
2007	5,00%	55	1.049	17	3
2008	4,50%	53	1.044	17	3
2009	4,00%	51	1.040	17	3
2010	4,00%	50	1.029	17	3
2011	4,00%	48	1.019	17	3
2012	4,00%	47	1.018	17	3
2013	4,00%	46	1.017	17	3
2014	4,00%	45	1.015	17	3
2015	3,60%	44	1.013	17	3
2016	3,50%	44	1.011	17	3
2017	3,40%	43	1.009	17	3
2018	3,30%	43	1.007	17	3
2019	3,20%	42	1.005	17	3
2020	3,10%	42	1.003	17	3
2021	3,00%	42	1.001	17	3
2022	3,00%	41	1.000	17	3
2023	3,00%	41	1.000	17	3
2024	3,00%	41	1.000	17	3
2025	3,00%	41	1.000	17	3
2026	3,00%	41	1.000	17	3
2027	3,00%	41	1.000	17	3
2028	3,00%	41	1.000	17	3
2029	3,00%	41	1.000	17	3
2030	3,00%	40	1.000	17	3

Источник: оценки сотрудников Банка