

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА, НАПРАВЛЕННАЯ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ РОСТА И ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ<sup>1</sup>

1. 2003 год оказался еще одним успешным годом для российской экономики. Экономика росла устойчивыми темпами, инфляция оставалась под контролем, а краткосрочные перспективы были обоснованно оптимистическими. Однако даже в этих условиях, которые можно считать в целом благоприятными, произошли некоторые события, дающие повод для беспокойства и заставляющие проявлять бдительность. Поскольку одна из важнейших ролей Международного Валютного Фонда заключается в том, чтобы анализировать перспективы и помогать странам избегать будущих кризисов, я хотел бы уделить особое внимание следующим вопросам:

- проблемам макроэкономической политики, которые могут возникнуть в случае резкого увеличения притока капитала;
- риску чрезмерного увеличения объема кредитования; и

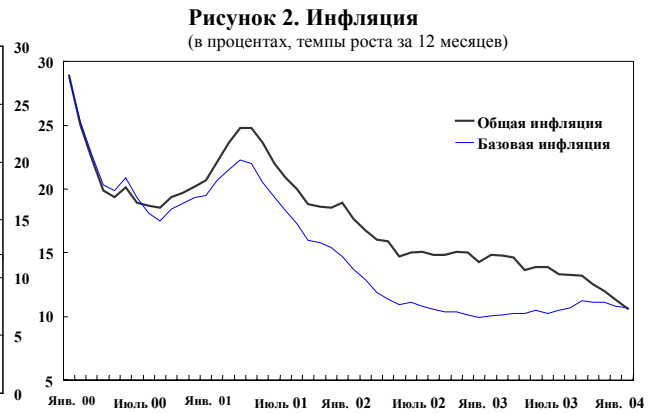
обеспокоенности относительно  
направленности налогово- (1)  
бюджетной

политики. Во-первых, насколько высокими были экономические показатели в 2003 году? Очевидно, что по мировым стандартам темпы экономического роста, составляющие 7¼ процента – это высокий показатель. Однако во многом этот показатель был обусловлен высокими ценами на нефть (рисунок 1). Устойчивые темпы экономического роста, когда цены на нефть находятся на более привычном уровне, вероятно, намного ниже показателей последних лет. В то же время, инфляция, составляющая 12 процентов, представляется довольно высокой, если учесть, что для мировой экономики характерна весьма низкая инфляция. Более того, снижение общей инфляции на протяжении 2003 года было результатом сокращения небазовых компонентов индекса цен – прежде всего директивных цен. Базовая инфляция фактически повысилась в прошлом году (рисунок 2), хотя в начале этого года она немного понизилась. Имеет ли значение то, что инфляция остается столь высокой? Есть множество фактов, в том числе из опыта стран с переходной экономикой, свидетельствующих о том, что продолжительная умеренная инфляция – от 10 до 20 процентов – отрицательно влияет как на экономический рост, так и на сокращение бедности.

2. Поэтому нельзя успокаиваться на достигнутом. Ускорение структурных реформ имеет решающее значение для обеспечения быстрого и устойчивого роста в условиях снижения цен на нефть. Однако поскольку данное мероприятие посвящено макроэкономической политике, я буду говорить в основном о задачах макроэкономической политики, которые России необходимо решить, для того чтобы обеспечить дезинфляцию и таким образом создать более благоприятные условия для экономического роста, а также о некоторых потенциальных факторах риска, ставящих под угрозу решение этих задач.

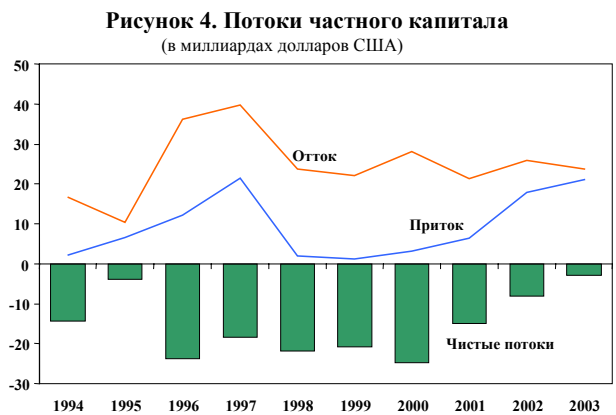
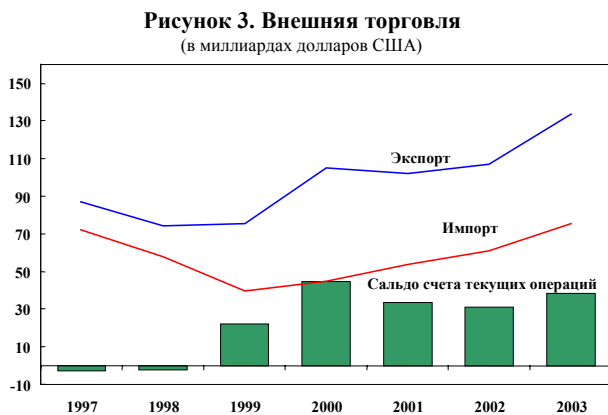
---

<sup>1</sup> Лекция Дэйвида Оуэна, заместителя директора Европейского департамента МВФ, в Высшей школе экономики в Москве 7 апреля 2004 года. Настоящий документ не следует преподносить как выражающий мнения МВФ. Высказанные здесь мнения являются мнениями автора и могут отличаться от точки зрения МВФ и не совпадать с политикой МВФ.



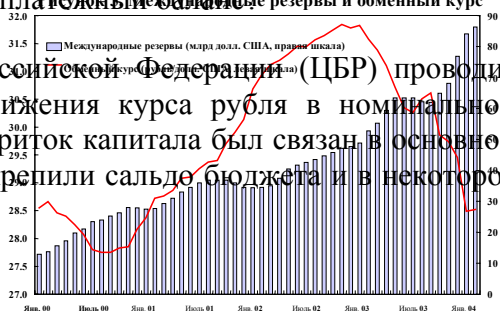
### Приток капитала

3. Основным фактором, препятствующим дезинфляции в России в последние годы, является стабильность платежного баланса. До сих пор она была обусловлена в основном стабильностью счета текущих операций (рисунок 3). Профицит по-прежнему составляет почти 10 процентов ВВП. В то же время, счет текущих операций характеризовался чистым оттоком капитала, хотя в настоящее время ситуация меняется (рисунок 4). За последние два года валовой приток капитала начал быстро увеличиваться, поскольку банки и компании занимали значительные суммы средств на мировых рынках капитала.



### 4. Как власти отреагировали на стабильный платежный баланс? Резервы и обменный курс

- До конца 2002 года Центральный банк Российской Федерации (ЦБР) проводил интервенции с целью неуклонного понижения курса рубля в номинальном выражении (рисунок 5). В этот период приток капитала был связан в основном с высокими ценами на нефть, которые укрепили сальдо бюджета и в некоторой



степени обеспечили автоматическую стерилизацию, позволившую властям ограничить рост денежной массы. В то же время, спрос на деньги повысился на большую величину, чем ожидалось. Это позволило ЦБР поддерживать постепенное снижение инфляции и ограничить повышение курса рубля в реальном выражении, по крайней мере до конца 2002 года.

- Однако в начале 2003 года, когда счет операций с капиталом продолжал укрепляться, подход изменился. Налогово-бюджетная политика все меньше и меньше способствовала притоку капитала, несмотря на высокие цены на нефть, а ЦБР не желал допускать повышения процентных ставок, необходимых для активной стерилизации, опасаясь того, что они будут способствовать увеличению притока капитала. В начале 2003 года ЦБР внес изменения в свою стратегию в отношении валютного курса, допустив постепенное повышение курса рубля по отношению к доллару США. Тем не менее, проводилась массивная интервенция, и в условиях лишь ограниченной стерилизации темпы роста денежной массы резко повысились (рисунок 6). В результате даже при продолжающемся мощном повышении спроса на деньги снижение общей инфляции прекратилось, и стратегия регулирования валютного курса оказалась неспособной предотвратить повышение курса рубля в реальном выражении на 7½ процента на протяжении 2003 года (рисунок 7).

Рисунок 6. Широкий показатель денежной массы в рублях и кредит экономике

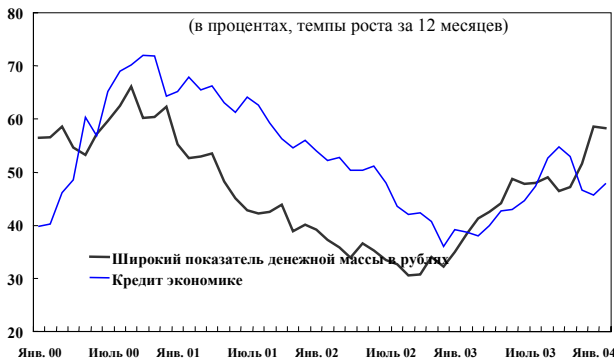
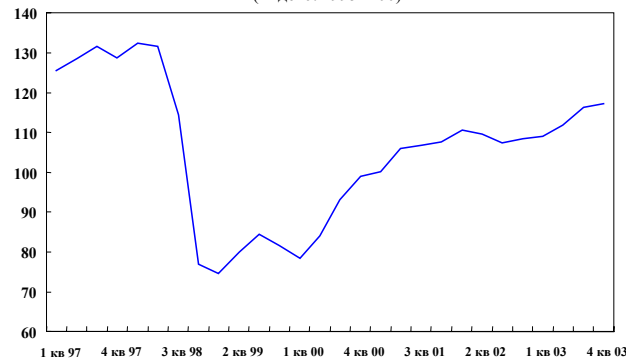


Рисунок 7. Реальный эффективный обменный курс (индекс: 1995=100)



5. Все это произошло без какого-либо *чистого* притока капитала. Насколько высок риск, связанный с тем, что давление со стороны платежного баланса может стать еще более сильным в результате резкого увеличения притока капитала? И какие меры политики можно было бы принять в этом случае? Для того чтобы ответить на эти вопросы, имеет смысл рассмотреть случаи резкого увеличения притока капитала в другие страны: Испанию (в конце 80-х годов), Чили (в 1989-95 годах и Польшу, Чешскую Республику и Венгрию (в середине 90-х годов).

6. Во-первых, насколько значительным и продолжительным может быть приток

Рисунок 8. Чистый приток капитала (в процентах ВВП)



капитала? В этих пяти странах приток капитала увеличивался на 3-4 процентных пункта ВВП в год, на пике своем достигая 5 процентов, хотя в некоторых случаях эта цифра достигала целых 10 процентных пунктов (рисунок 8)<sup>2</sup>. Как правило, этот приток продолжался в течение нескольких лет.

7. Каковы причины резкого увеличения притока капитала? Есть несколько потенциальных причин: изменения в структурной (или налогово-бюджетной) политике страны, способствующие улучшению инвестиционного климата; ужесточение политики в отношении внутреннего кредита; низкие процентные ставки мирового рынка, а также “эффект повального увлечения”, который проявляется, когда глобальные инвесторы гонятся за модой или слишком остро реагируют на новости.

8. В России все эти факторы способствовали увеличению притока капитала за последние три года. Хотя воздействие некоторых из этих факторов может быть непродолжительным, можно предположить, что существует довольно высокая вероятность существенного увеличения притока капитала в будущем, как это произошло в других странах с переходной экономикой в середине 90-х годов. Это может быть связано с проводимыми реформами, способствующими дальнейшему укреплению доверия инвесторов к российской экономике. При худшем раскладе это может быть связано с чрезмерно быстрым ростом банковской системы, финансируемым за счет внешнего заимствования. И в том, и в другом случае приток капитала осложнил бы макроэкономическую политику и потребовал бы принять меры, ограничивающие инфляционное давление. Очевидно, что проводимая в настоящее время политика сдерживания инфляции при одновременном проведении активных интервенций с целью ограничения повышения курса рубля не смогла бы совладать с резким увеличением чистого притока капитала до 5 или даже до 10 процентов ВВП в год, при том что сальдо счета текущих операций уже составляет почти 10 процентов ВВП.

9. Как этим пяти странам удалось справиться с притоком капитала и каковы результаты?

- Мощный приток капитала представляет собой дилемму с точки зрения денежно-кредитной политики, поскольку более высокие процентные ставки, необходимые для стерилизации и сдерживания инфляции, могут привлечь еще больше капитала. Большинство стран сначала прибегли к стерилизации, но со временем были вынуждены отказаться от нее по причине высоких затрат.
- Более предпочтительным вариантом представляется ужесточение налогово-бюджетной политики, поскольку она ограничивает спрос и позволяет противостоять инфляционному давлению, при этом не повышая процентные ставки, и таким образом помогает ограничить реальное повышение курса национальной валюты. Действительно, были приняты некоторые меры бюджетной консолидации, однако такая консолидация в целом не была

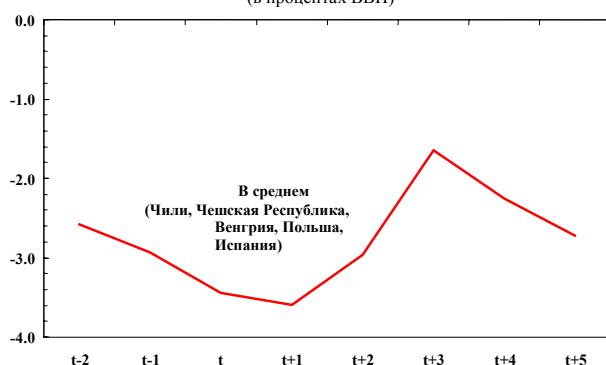
---

<sup>2</sup> На рисунках с 8 по 12 “t” означает первый год притока капитала в каждую из рассматриваемых стран.

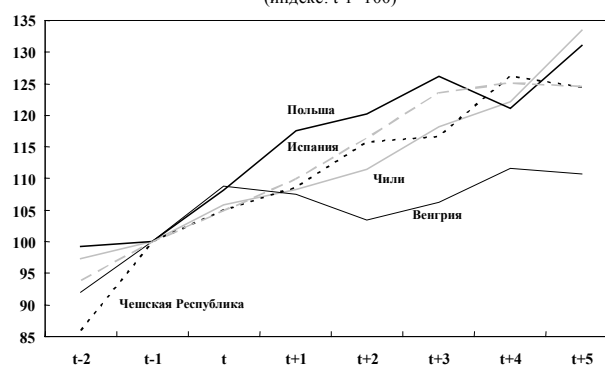
крупномасштабной или продолжительной, как правило, из политических соображений (рисунок 9).

- При отсутствии бюджетной консолидации повышение валютного курса в реальном выражении оказывалось неизбежным и было довольно значительным во всех рассматриваемых случаях: валютный курс повышался в среднем на 25 процентов за пять лет (рисунок 10). Впоследствии эти страны, как правило, допускали повышение курса в номинальном выражении, хотя делали это довольно неохотно.

**Рисунок 9. Сальдо сектора государственного управления**  
(в процентах ВВП)



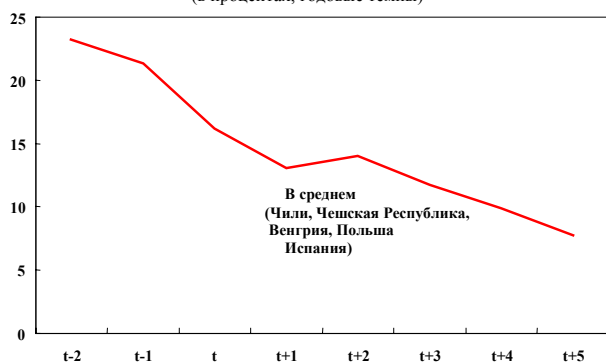
**Рисунок 10. Реальный эффективный обменный курс**  
(индекс: t-1=100)



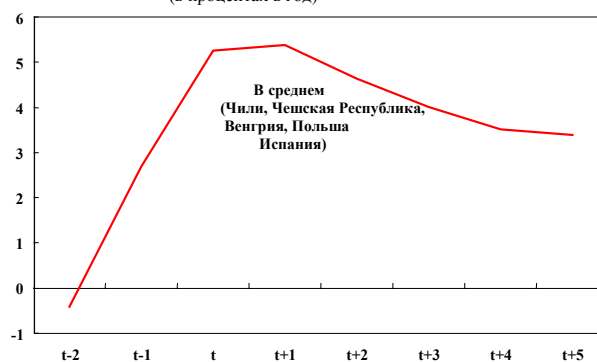
- Ограничение притока капитала – вопрос спорный. В принципе, такие меры могут быть обоснованными, особенно если причина притока считается скоротечной. Некоторые страны, особенно Испания и Чили, попытались прибегнуть к мерам контроля, ограничивающим приток капитала, однако капитал быстро находил обходные пути. Эти ограничения пришлось постепенно усиливать, однако в конечном итоге их воздействие оказалось лишь временным.

10. Результаты притока капитала в этих случаях оказались менее негативными, чем предполагалось, даже несмотря на то, что реакция на этот приток не всегда была оптимальной. Инфляция, как правило, не повышалась, хотя в некоторых случаях процесс дезинфляции прерывался (рисунок 11). Власти были обеспокоены значительным повышением обменного курса в реальном выражении, однако все эти страны активно проводили структурные реформы, способствовавшие повышению производительности. Темпы экономического роста в целом повысились, а объем инвестиций увеличился, несмотря на существенное повышение курса в реальном выражении (рисунок 12).

**Рисунок 11. Инфляция**  
(в процентах, годовые темпы)



**Рисунок 12. Рост реального ВВП**  
(в процентах в год)



11. Рассмотренные примеры позволяют России сделать несколько важных выводов.

- Во-первых, в случае продолжительного притока капитала следует ужесточить налогово-бюджетную политику, насколько это возможно.
- Во-вторых, налогово-бюджетная политика вряд ли окажется достаточно гибким инструментом для полного предотвращения повышения курса рубля в реальном выражении, а это повышение может быть значительным.
- В-третьих, если не противостоять номинальному повышению курса, можно избежать рецидива инфляции.
- В-четвертых, при условии, что будут решительно проводиться структурные реформы, рост может и не пострадать.

### **Кредитный бум**

12. Выводы представляются менее позитивными, если приток капитала непосредственно связан с чрезмерным ростом банковского сектора. Несомненно, быстрый рост банковского кредита, происходивший в России в последние годы, частично финансировался за счет притока капитала. Трудно определить, является ли этот рост *чрезмерно* быстрым и окажется ли он неустойчивым, в какой-то момент сменившись резким спадом.

13. Неудивительно, что объем кредитования как процент ВВП растет быстрыми темпами, и это не обязательно должно быть поводом для беспокойства. Этот рост является частью процесса углубления финансового рынка, типичного для стран с формирующимися рынками, особенно для стран с переходной экономикой. В России, где монетизация экономики существенно сократилась после кризиса 1998 года, мощный рост денежно-кредитных агрегатов и кредитования неизбежен и полезен.

14. Тем не менее, когда объем кредитования растет слишком быстро, этот рост может стать неприемлемым, что может привести к коллапсу, связанному с общим макроэкономическим кризисом. Одна из серьезных проблем, связанных со слишком быстрым ростом кредита при недостаточно развитой банковской системе, заключается в том, что банки могут не иметь достаточных возможностей для того, чтобы надлежащим образом оценивать кредитный риск, что может привести к ухудшению качества ссуд. Внезапное прекращение кредитных бумов часто связано с резкими циклическими спадами, банковскими и валютными кризисами и резким снижением цен на активы. Что касается России, такое возможно в результате резкого понижения цен на нефть или растущих быстрыми темпами цен на активы.

15. Проблема заключается в том, что непросто *заранее* определить, чем обусловлен кредитный рост – просто быстрым углублением финансового рынка или же

потенциально неприемлемым бумом. Для того чтобы ответить на эти вопросы, можно использовать два метода.

- Один из методов – анализ отклонений реального кредита от тренда. При оценке относительных отклонений от тренда часто использовался критический уровень в 25-30 процентов, превышение которого означает бум кредитования. В России этот уровень был почти достигнут в конце 2003 года, когда реальный кредит отклонился от тренда на 24 процента (рисунок 13). Однако здесь уместно следующее важное предостережение. Чрезвычайно сложно определить уровень тренда за последние годы, особенно за столь короткий выборочный период. Одно или два частных значений наблюдений могли существенно изменить общую картину.



- Кроме того, имеет смысл оценить произошедшие со временем изменения в коэффициенте кредитования (измеряемого в процентных пунктах ВВП) и сравнить их с тем, что произошло в некоторых странах непосредственно перед пережитыми ими кризисами. В странах, переживших кризис (в том числе в странах Азии в конце 90-х годов), как правило, наблюдалось повышение коэффициента кредитования более чем на 5 процентных пунктов, а иногда и на 10 процентных пунктов в год, непосредственно перед кризисом. В России этот показатель увеличивался в среднем на  $2\frac{1}{2}$  процентных пункта в год за последние три года и достиг  $3\frac{1}{2}$  процента в прошлом году. Это – верхняя граница диапазона, наблюдавшегося в странах Центральной и Восточной Европы в последние годы (коэффициент кредитования увеличивался в среднем на 2 процентных пункта в год), однако очевидно, что эти показатели значительно ниже тех, которые существовали в странах, переживших кризис.

16. Таким образом, то, что происходит в России, заставляет задуматься и внимательно следить за развитием ситуации, но *пока еще* не вызывает тревогу. Необходимость внимательного наблюдения за банковской системой является одним из соображений, руководствуясь которыми Фонд и Всемирный банк несколько лет назад выступили инициаторами Программы оценки финансового сектора. В начале прошлого года в рамках этой программы была проведена подробная оценка финансовой системы России. Результаты оценки подтверждают, что российская банковская система остается весьма уязвимой от внешних потрясений, в особенности от понижения цен на нефть, однако был сделан вывод, что макроэкономические последствия вряд ли могут быть слишком серьезными, учитывая относительно небольшие размеры сектора. Однако очевидно, что поскольку банковский сектор продолжает расти быстрыми темпами, риски возрастают столь же быстро.

### **Последствия для макроэкономической политики России**

17. Итак, как Россия может скорректировать меры политики, с тем чтобы ограничить риски, связанные с возможным резким увеличением притока капитала и кредитным бумом, и обеспечить устойчивость экономического подъема в случае понижения цен на нефть?

18. Когда денежно-кредитная политика является в высшей степени ограничительной, единственной мерой макроэкономической политики, способной ослабить давление притока капитала, вызывающее повышение реального обменного курса, является **ужесточение налогово-бюджетной политики**. Это позволило бы также замедлить быстрое повышение внутреннего спроса и таким образом ограничить спрос на кредит. Хотя есть определенные лимиты в плане того, чего можно достичь путем ужесточения денежно-кредитной политики, особенно когда доходы бюджета уже превышают расходы, это еще не означает, что дальше ужесточать уже некуда. На самом деле, тенденции, лежащие в основе налогово-бюджетной политики, если скорректировать их с учетом высоких цен на нефть и мощного экономического роста, сами по себе являются причиной для беспокойства.



19. Результатом снижения налогов и увеличения расходов было постепенное ослабление налогово-бюджетной политики, начиная с 2000 года (рисунок 14). В результате если бы цены на нефть составили 20 долл. США за баррель, – средний показатель за последние 10 лет – образовался бы бюджетный дефицит в размере более 1 процента ВВП. Это значит, что начиная с 2000 года произошло базовое снижение сальдо бюджета приблизительно на 4 процентных пункта (рисунок 15).

20. Более того, нагнетается сильное давление, в частности, призывы к дальнейшему значительному снижению налогов, заставляющее еще больше ослаблять политику. Планы, предусматривающие компенсацию снижения налогов сокращением расходов, могут оказаться принятием желаемого за действительное. Бюджет этого года в значительной степени зависит от сокращения расходов, которое, как считают многие эксперты, может оказаться невозможным.

21. В заключение можно сделать вывод о том, что если существующие тенденции будут продолжаться, риски, связанные с проведением денежно-кредитной политики, могут выйти из-под контроля. После этого, если произойдет резкое понижение цен на нефть, обнаружится крупный бюджетный дефицит, который невозможно финансировать на устойчивой основе и который потребует проциклического ужесточения налогово-бюджетной политики, которое, в свою очередь, может повредить экономическому росту. В настоящее время целесообразно некоторое антициклическое ужесточение налогово-бюджетной политики, для того чтобы снизить риски, связанные с притоком капитала и быстрым ростом кредита, и обеспечить наличие надлежащего буфера, способного оградить происходящий в настоящее время экономический подъем в случае резкого понижения цен на нефть.

22. Теперь позвольте мне перейти к **политике в отношении обменного курса**. Если приток капитала существенно увеличивается, для того чтобы избежать серьезного рецидива инфляции необходимо будет с большей готовностью допустить номинальное повышение курса рубля. Нет таких действенных мер макроэкономической политики, которые могли бы предотвратить реальное повышение курса в условиях резкого увеличения притока капитала. Решающим условием обеспечения устойчивого роста при значительном повышении курса в реальном выражении является проведение целенаправленных, широкомасштабных структурных реформ, целями которых являются повышение производительности и диверсификация экономики.

23. И наконец, необходимо придать первостепенное значение мерам, направленным на повышение эффективности **надзора за банковской системой**, в частности с целью совершенствования методов наблюдения за кредитным риском. Такими мерами могут быть повышение минимальной нормы достаточности капитала, ужесточение правил создания резервов и классификации необслуживаемых ссуд, а также установка ограничительных правил в отношении залогового обеспечения и усовершенствование стандартов бухгалтерского учета. Поскольку планируется либерализация счета операций с капиталом, особенно важно активно продолжать реформы финансового сектора, поскольку слабая финансовая система в сочетании с полностью открытым счетом операций с капиталом могут подвергать экономику серьезному риску.

Рисунок 14. Доходы и расходы сектора государственного управления  
(в процентах ВВП)

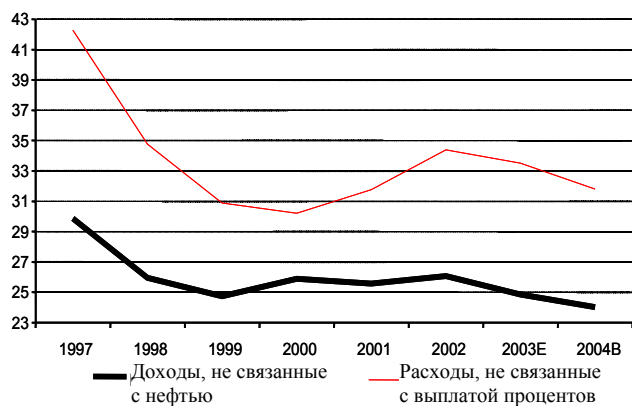


Рисунок 15. Сальдо сектора государственного управления  
(в процентах ВВП)

