



МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Информационное сообщение для общественности

ДЕПАРТАМЕНТ
ВНЕШНИХ
СВЯЗЕЙ

Информационное сообщение
для общественности (PIN) № 08/112 (R)
ДЛЯ НЕМЕДЛЕННОГО ВЫПУСКА
28 августа 2008 года

Международный Валютный Фонд
700 19-ая ул., Северо-запад
Вашингтон, округ Колумбия
20431 США

Исполнительный совет МВФ завершил Консультации 2008 года с Российской Федерацией в соответствии со Статьей IV

1 августа 2008 года Исполнительный совет Международного Валютного Фонда (МВФ) завершил Консультации с Российской Федерацией в соответствии со Статьей IV¹.

Общие сведения

Экономический подъем в России набирает обороты в условиях увеличения объема инвестиций. Доходность инвестиций является высокой в связи с нехваткой капитала, а быстрое повышение цен на нефть, крупные притоки капитала и неуклонное углубление финансового рынка позволяют инвесторам получить финансирование и нераспределенную прибыль, необходимые для использования этой возможности. Вызванное этим увеличение инвестиций и связанное с ним перераспределение трудовых ресурсов в более производительные отрасли открывают возможности для наверстывания отставания в производительности. Это способствует еще большему росту реальных доходов и потребления, которые и до этого увеличивались быстрыми темпами на протяжении некоторого времени благодаря существенному улучшению условий торговли. Углубление финансового рынка дополнительно стимулирует этот процесс, создавая условия, в которых население, воспользовавшись низким уровнем задолженности, может привлекать займы под ожидаемый будущий прирост своих

¹ Согласно Статье IV Статей соглашения МВФ, Фонд, как правило, раз в год проводит двусторонние обсуждения с государствами, являющимися его членами. Группа сотрудников МВФ посещает страну, собирает экономическую и финансовую информацию и обсуждает с официальными лицами изменения в экономике страны и ее экономическую политику. По возвращении в штаб-квартиру сотрудники готовят доклад, который является основой для обсуждения в Исполнительном совете. После завершения обсуждения Директор-распорядитель в качестве Председателя Совета резюмирует мнения исполнительных директоров, и данное резюме направляется властям страны.

доходов. В указанных условиях рост ВВП ускорился, превысив уровень 8 процентов за год.

Однако несмотря на активную реакцию со стороны предложения, появляются признаки перегрева. Прирост внутреннего спроса увеличился и достиг 15 процентов за год в реальном исчислении, что значительно выше оценок потенциального роста. Уровень инфляции с начала 2007 года вырос более, чем вдвое, и в июне 2008 года составил 15,1 процента (по сравнению с тем же периодом предыдущего года). Хотя вначале это увеличение было в основном связано с повышением цен на продовольствие и энергоносители, оно начинает распространяться на более широкую группу товаров и услуг. Ужесточение ресурсных ограничений внутри страны особенно заметно на рынках труда, где дефицит рабочей силы стал причиной ускорения роста реальной заработной платы до примерно 16 процентов в год, что выше роста производительности труда. Несмотря на все еще заниженную стоимость рубля разрыв в конкурентоспособности сокращается, а реальный эффективный обменный курс приближается к его равновесному уровню согласно оценкам персонала.

Давление со стороны спроса дополнительно усиливается в результате проциклической налогово-бюджетной политики. Первичные расходы федерального бюджета возросли на 15 процентов в реальном исчислении, а дефицит без учета нефти — за вычетом разовой инкассации налоговой задолженности нефтяной компании «Юкос» — увеличился в 2007 году на 0,8 процента ВВП. Бюджет на 2008 год предусматривает дополнительный ощутимый импульс, поскольку дефицит без учета нефти бюджета федерального правительства снова, четвертый год подряд, увеличится, на этот раз — на 0,9 процента ВВП.

Банковская система России продемонстрировала свою относительную устойчивость в условиях общемировых потрясений. Ряду банков, в значительной мере опиравшихся на иностранные займы в своей деятельности, пришлось резко сократить рост кредитов и реструктуризировать свои балансы активов и пассивов. В целом, банки в России остаются рентабельными, показатели необслуживаемых кредитов по-прежнему сравнительно низки, а доверие со стороны вкладчиков высокое. Ввиду высоких темпов роста кредитования, в недавно обновленной Оценке стабильности финансовой системы, выполненной экспертами МВФ и Всемирного банка, была выражена обеспокоенность относительно кредитного риска и сделана рекомендация о дальнейшем усилении нормативов обязательных резервов и внедрении надзора на консолидированной основе.

Фиксированный валютный курс также способствует повышению давления со стороны спроса. Для поддержания используемой «де-факто» привязки курса в условиях весьма прочного состояния платежного баланса потребовалось провести крупные нестерилизованные интервенции на валютном рынке, что, в свою очередь, привело к образованию избыточной ликвидности в банковской системе. Несмотря на то что потрясения на мировых финансовых рынках привели к значительному сокращению иностранных притоков во второй половине 2007 года, это не оказало значительного чистого воздействия на рост кредитов ввиду высокого уровня ликвидности банковской системы, достигнутого в результате крупных объемов внешнего заимствования до наступления потрясений. Кроме того, ЦБ РФ быстро увеличил объемы своих операций РЕПО и расширил перечень видов обеспечения, допустимых в операциях ликвидной поддержки, когда начали повышаться ставки денежных рынков. В последнее время возобновился активный приток капитала, и ЦБ РФ вновь резко сократил ставки по своим

операциям РЕПО. На протяжении 2008 года ЦБ РФ фактически произвел четыре повышения процентных ставок на величину, в совокупности составившую 100 базисных пунктов, и два повышения резервных требований. Наряду с этим центральный банк допустил, начиная с июня, большую величину колебаний валютного курса относительно корзины доллар-евро — стоимость корзины в течение июня-июля 2008 года возросла на 0,9 процента. Тем не менее центральный банк продолжает проводить активные интервенции на валютном рынке, а банковская система России остается вполне ликвидной при уровне межбанковских ставок по кредитам овернайт в нижних пределах обычного торгового диапазона.

Ближайшие экономические перспективы благоприятны, хотя инфляционное давление, по-видимому, останется высоким. Рост ВВП будет, как и раньше, опираться на быстрое повышение внутреннего спроса, отражая дальнейшее смягчение налогово-бюджетной политики, дополнительное значительное улучшение условий торговли и возобновление притока капитала. Однако поскольку темпы роста экономики уже намного превышают расчетный потенциал и поскольку в недалеком будущем произойдет дополнительное существенное укрепление реального обменного курса, то «утечка» через платежный баланс, вероятно, усилится. С учетом этого персонал МВФ прогнозирует некоторое замедление роста ВВП в 2008 году до $7\frac{3}{4}$ процента. В условиях продолжающегося энергичного роста и незначительного сохраняющегося резерва мощностей инфляция должна заметно превысить пересмотренный целевой уровень 10,5 процента, предусмотренный на конец года. Ожидается, что корректировка положительного сальдо счета текущих операций возобновится в 2009 году, если не произойдет дополнительного значительного улучшения условий торговли.

Оценка Исполнительного совета

Исполнительные директора приветствовали сохраняющиеся высокие показатели российской экономики, проявляющиеся в ускорении экономического роста и расширении его основы и подкрепляемые устойчивым ростом инвестиций и производительности. По мнению директоров, достижению этих показателей способствовали как продуманное управление экономикой, так и высокие цены на нефть. Директора положительно оценили осмотрительные действия властей по управлению доходами от нефти до настоящего времени, в частности, политику сбережения в стабилизационном фонде большей части непредвиденных доходов от повышения цен на нефть.

Директора выразили обеспокоенность относительно угрозы нарастающего инфляционного давления для перспектив экономического роста в России. Рост цен уже значительно превысил уровни, которые можно объяснить повышением мировых цен на продовольствие и энергоресурсы, и, вероятно, существенно превзойдет целевой показатель властей. Директора считают, что комплекс мер проводимой макроэкономической политики способствует перегреву экономики. В частности, проциклический курс налогово-бюджетной политики в бюджетах 2008 и 2009 годов и политика противодействия укреплению обменного курса посредством нестерилизуемых интервенций усугубляют давление со стороны спроса.

В связи с этим директора предложили тщательно пересмотреть курс экономической политики властей, с тем чтобы изменения цен не зависели в первую очередь от неопределенной внешней динамики, которую власти по-прежнему не в состоянии контролировать, — в частности, от замедления роста цен на продовольствие в будущем и дальнейшей корректировки счета текущих операций. Директора высказали

общее предостережение в отношении того, что сильное повышательное давление на рубль, скорее всего, будет сохраняться, пока быстро растущий частный спрос и проциклическая налогово-бюджетная политика будут поддерживать темпы роста ВВП выше потенциального уровня.

На этом фоне директора призвали власти ужесточить денежно-кредитную политику, отметив при этом, что политика привязки рубля к корзине доллар-евро может становиться все более инфляционной по мере укрепления положения России в пределах экономического цикла в сравнении с положением экономики США и зоны евро. Они также указали, что усиливающиеся противоречия между целями в отношении инфляции и целевыми показателями обменного курса способствуют росту притоков капитала и еще более усложняют денежно-кредитное регулирование. Большинство директоров, приветствуя решимость властей бороться с инфляцией, а также недавние повышения процентных ставок и шаги по приданию большей гибкости обменному курсу, призвали власти принять дополнительные меры для переориентации денежно-кредитной политики на снижение инфляции в сочетании с более гибким обменным курсом — такой подход также проложил бы путь для последующего перехода на таргетирование инфляции. Они высказали мнение, что на данном этапе обеспокоенность относительно снижения конкурентоспособности не должна препятствовать дальнейшему укреплению обменного курса, учитывая прирост производительности, сопровождавший повышение реального курса в последний период. Некоторые директора, хотя и считали повышение гибкости обменного курса оправданным, не были уверены в необходимости скорейшей корректировки номинального обменного курса, ссылаясь, в частности, на риск того, что более быстрое повышение курса может усугубить проблему притоков спекулятивного капитала.

Директора выразили обеспокоенность относительно усиливающейся проциклическости в налогово-бюджетной политике. В ближайший период это увеличит нагрузку на денежно-кредитную политику и усилит инфляционное давление. В среднесрочной перспективе продолжение проциклической политики может привести к превышению равновесного уровня реального обменного курса. Исходя из этого, директора призвали власти придерживаться своей среднесрочной налогово-бюджетной стратегии, предусматривающей сокращение дефицита без учета нефти, и активизировать проведение структурных реформ. Ряд директоров также рекомендовали властям пересмотреть предложенный дополнительный бюджет 2008 года и воздерживаться от каких-либо дальнейших бюджетных стимулов, пока давление со стороны спроса не спадет.

Директора отметили, что российский финансовый сектор успешно выдержал недавние потрясения на мировых финансовых рынках и в целом обладает хорошим потенциалом, позволяющим ему перенести возможные новые потрясения. Они отметили, что эта оценка согласуется с выводом обновленной ФСАП о том, что финансовая система значительно окрепла за период с 2003 года. В то же время директора указали на риск того, что после нескольких лет отрицательных реальных процентных ставок и быстрого роста кредитов значительное повышение реальных процентных ставок, вызванное мерами политики, может отрицательно сказаться на банковской системе. Директора призвали власти принять дальнейшие меры по совершенствованию системы регулирования и пруденциальных нормативов в соответствии с рекомендациями обновленной ФСАП. Директора также приветствовали намерение властей следовать общепринятым принципам и передовой практике в

качестве руководства для деятельности российских суверенных фондов накопления богатства.

Директора приветствовали то внимание, которое правительство уделяет совершенствованию инвестиционного климата России. Для решения этой задачи необходимо будет устранить узкие места в инфраструктуре и содействовать формированию более благоприятного делового климата. Директора с удовлетворением отметили стратегии и приоритеты в области развития, намеченные новым правительством, в частности, его курс на укрепление судебной системы и борьбу с коррупцией. Существенное значение также имеют планы активизации реформ гражданской службы и государственного управления. Директора считали, что динамичный рост экономики и прирост доходов от высоких цен на нефть предоставляют властям благоприятную возможность для реализации разработанных ранее планов реформ. Планы властей по вступлению во Всемирную торговую организацию также должны послужить катализатором в ускорении процесса реформ.

Информационные сообщения для общественности (PIN) публикуются в рамках усилий МВФ по содействию обеспечению прозрачности точки зрения Фонда и проводимого им анализа экономических изменений и политики. С согласия соответствующего государства (или соответствующих государств) информационные сообщения для общественности публикуются после проведения Исполнительным советом обсуждений с государствами-членами в соответствии со Статьей IV результатов осуществляемого им надзора за изменениями на региональном уровне, мониторинга в постпрограммный период и ретроспективных оценок ситуации в государствах-членах, программы в которых осуществляются в течение более длительного периода. Информационные сообщения для общественности также публикуются после проведения Исполнительным советом обсуждений общих вопросов политики, кроме особых случаев, в которых Исполнительным советом может быть принято иное решение.

Таблица 1. Российская Федерация: отдельные макроэкономические показатели, 2004–2009 гг.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Факт				Прогноз	
	(Годовое процентное изменение)					
Производство и цены						
Реальный ВВП	7,2	6,4	7,4	8,1	7,8	7,3
Потребительские цены						
Среднее за период	10,9	12,7	9,7	9,0	14,6	13,8
На конец периода	11,7	10,9	9,0	11,9	14,1	13,5
Дефлятор ВВП	20,1	19,2	15,7	13,5	24,5	14,8
	(В процентах ВВП)					
Государственный сектор						
Сектор государственного управления						
Общее сальдо	4,9	8,2	8,3	6,8	6,8	4,4
Доходы	36,6	40,9	39,5	40,2	40,7	39,2
Расходы	31,7	32,8	31,2	33,4	33,8	34,8
Первичное сальдо	6,1	9,1	9,1	7,4	7,3	4,9
Сальдо без учета нефти	-2,9	-4,6	-4,5	-3,9	-7,2	-7,6
Сальдо без учета нефти за исключ. «Юкоса» 1/	-2,9	-5,1	-4,5	-5,5	-7,2	-7,6
Федеральное правительство						
Общее сальдо	4,3	7,5	7,4	6,2	6,7	4,3
Сальдо без учета нефти	-2,2	-2,9	-3,9	-3,1	-5,6	-6,3
Сальдо без учета нефти за исключ. «Юкоса» 1/	-2,2	-3,4	-3,9	-4,7	-5,6	-6,3
	(Годовое процентное изменение)					
Деньги						
Денежная база	24,9	31,7	39,6	33,1	31,4	28,3
Широкая денежная масса в рублях	35,8	38,6	48,8	47,5	42,6	38,5
Внешний сектор						
Объемы экспорта	10,5	4,7	5,8	4,6	5,2	5,4
Нефть	11,3	3,2	0,3	5,4	2,2	2,2
Газ	5,5	3,7	-2,5	-5,4	1,0	-1,5
Без учета энергоресурсов	11,2	6,9	18,2	7,3	13,4	14,7
Объемы импорта	21,3	18,3	24,0	26,0	29,3	24,0
	(В млрд долларов США, если не указано иное)					
Внешний сектор						
Общий экспорт товаров, FOB	183,2	243,8	303,6	355,5	522,4	561,6
Общий импорт товаров, FOB	-97,4	-125,4	-164,3	-223,4	-312,9	-389,6
Счет текущих внешних операций	59,5	84,4	94,4	78,3	150,1	106,4
Счет текущих внешних операций (в % ВВП)	10,1	11,0	9,5	6,1	8,1	4,6
Валовые международные резервы						
В млрд долларов США	124,5	182,2	303,7	476,4	660,7	828,8
В месяцах импорта 2/	11,4	13,3	17,4	20,2	20,5	20,9
В процентах от краткосрочного долга	198	161	175	281	377	442
<i>Справочные статьи:</i>						
Номинальный ВВП (в млрд долларов США)	592	764	989	1,290	1,855	2,306
Обменный курс (рублей за долл. США, среднее за период)	28,8	28,3	27,2	25,6	23,9	23,7
Мировая цена нефти (долл. США за баррель, ПРМЭ)	37,8	53,4	64,3	71,1	116,5	125,0
Реальный эффективный обменный курс (среднее изменение в процентах)	7,8	8,7	9,5	5,7	6,1	7,0

Источники: официальные органы России и оценки персонала МВФ.

1/ За вычетом разового поступления налогов от «Юкоса» в 2007 году.

2/ В месяцах импорта товаров и нефакторных услуг.