

## Платежный баланс

### 5. Риски и угрозы свободного плавания рубля

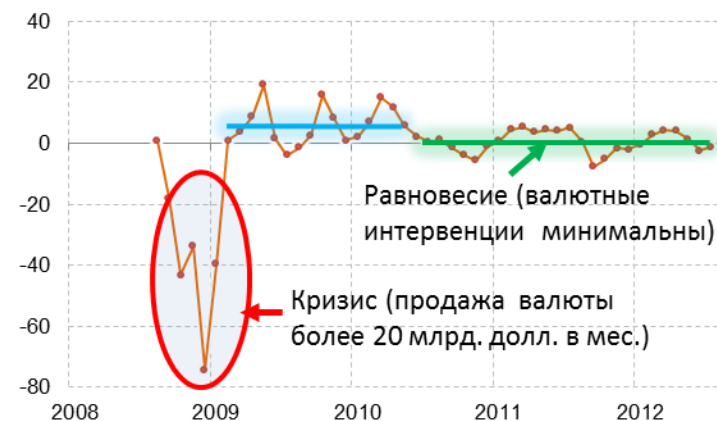
*В январе Банк России, впервые с середины мая прошлого года, провел рублевые интервенции на внутреннем валютном рынке. Похожая ситуация наблюдалась в начале прошлого года, но при этом среднегодовой объем интервенций не превышал 1 млрд. долл. (рис. 5.1), т.е. Банк России оказывал минимальное воздействие на курс российского рубля. Сохранится ли неизменной политика денежных властей?*

По всей видимости, покупка валюты Банком России в начале текущего года связана с желанием избежать чрезмерного укрепления рубля, в том числе в условиях притока средств нерезидентов на внутренний рынок госбумаг. В условиях либерализации рынка ОФЗ для нерезидентов крайне привлекательными становятся операции carry trade – игра на разнице процентных ставок. В то время как в большинстве развитых стран для стимулирования экономического роста денежные власти снизили стоимость денег до минимального уровня (процентные ставки близки к нулю), в России наблюдается дефицит ликвидности и рост ставок на денежном рынке (рис. 5.2).

Вместе с тем определенную выгоду от политики сдерживания укрепления рубля получает федеральный бюджет. Налоговые и таможенные платежи от внешней торговли (почти 51% доходов федерального бюджета на конец 2012 г.) напрямую зависят от курса рубля, и его ревальвация, конечно, снизит доходы бюджета, но вряд ли это является ключевым фактором вмешательства Центробанка в ход валютных торгов.

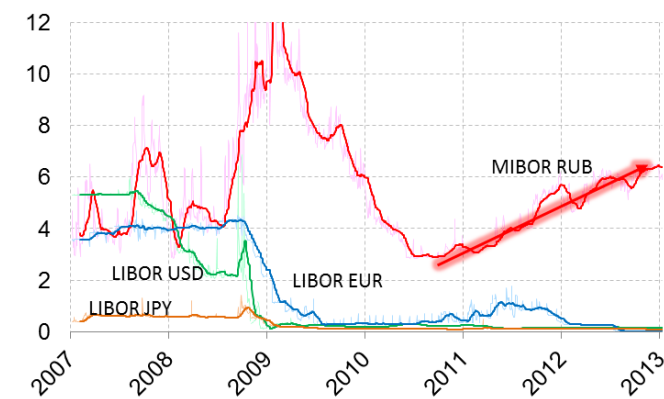
В принципе, Центробанк мог бы и отпустить курс рубля – финансовое состояние банковского сектора, за развитие и укрепление которого отвечает Банк России, позволяет это сделать достаточно безболезненно. Международная

**Рис. 5.1. Валютные интервенции Банка России, млрд. долл.**



Источник: Банк России.

**Рис. 5.2. Динамика процентных ставок в мире, в %**



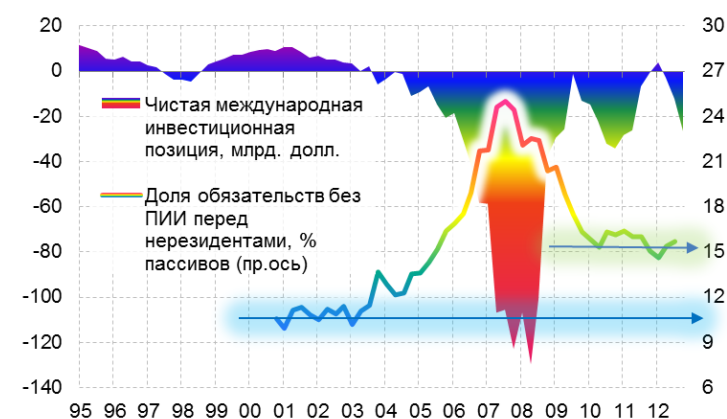
Источник: ИА «Cbonds».

инвестиционная позиция (МИП) банковской системы в прошлом году вышла на сбалансированный уровень – валютные активы сравнялись с обязательствами перед нерезидентами. Правда, во второй половине года это равновесие нарушилось: привлечение банками внешних займов не сопровождалось соответствующим ростом валютных активов, что привело к формированию отрицательной МИП в объеме более 25 млрд. долл. (130 млрд. долл. накануне кризиса 2008 г.), но пока это не должно вызывать тревоги. В целом долговые обязательства перед нерезидентами в последнее время стабилизировались на уровне чуть выше 15% всех пассивов банковской системы (перед кризисом они достигали 25%, рис. 5.3).

Помимо спекулятивных операций нерезидентов, значительное и долгосрочное влияние на курсовую политику и курс рубля оказывает состояние торгового баланса. Снижение сальдо текущих операций (СТО), особенно ниже 1% ВВП, резко усиливает девальвационные настроения. Еще недавно ключевым фактором сокращения СТО был импортный бум. Рост импорта на 30% и более в год при фиксированном экспорте создавал основу для перманентной (раз в несколько лет) девальвации рубля. Однако последние полтора года стоимость импорта практически не растет (менее 5% за прошлый год против 30%-ного роста в 2011 г.). Это, безусловно, повышает устойчивость профицита торгового баланса – при фиксированной стоимости экспорта столь слабый рост импорта начнет сказываться на валютном курсе не ранее 2020 г. (правда, тогда стоит забыть об ускорении экономического роста, которое невозможно без интенсификации роста импорта оборудования, – но это уже другая проблема). В случае роста импорта до 10% при тех же предпосылках запаса устойчивости платежного баланса хватит на четыре года, а при 20%-ном росте – всего на пару лет.

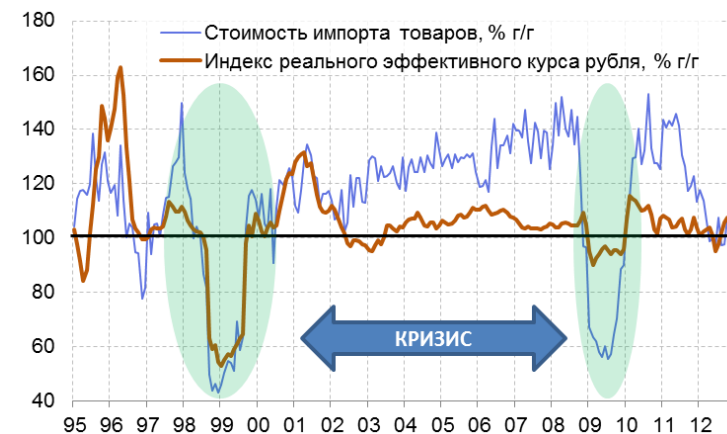
Так или иначе, но мы не видим угроз для устойчивости российского платежного баланса в 2013 г. со стороны торговых операций. Отрицательное же сальдо неторговых операций в последние годы росло как минимум на 15% в год. Сохранение этой тенденции приведет к тому, что торговый профицит (при

Рис. 5.3. МИП банковской системы



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 5.4. Динамика импорта и реального курса рубля



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

неизменном экспорте и вялом росте импорта) будет «съеден» за два года, т.е. опять-таки за пределами наступившего года.

Подводя итоги, можно с уверенностью утверждать, что при отсутствии сильных внешних потрясений устойчивости плавающего курса российского рубля в 2013 г. ничто не угрожает.

*Сергей Пухов*

## Платежный баланс

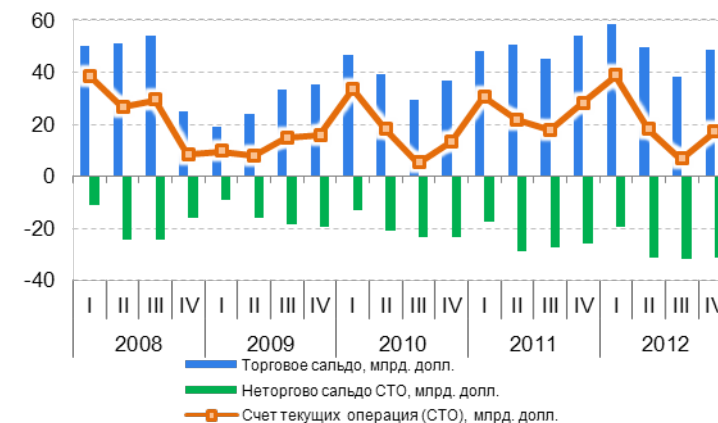
### 6. Банки спасли репутацию властей: чистый отток капитала оказался меньше, чем ожидалось

*Банк России опубликовал оценку платежного баланса по итогам 2012 г. Основная интрига касалась чистого оттока капитала, который в четвертом квартале не превысил 10 млрд. долл., а в целом за год – 57 млрд. долл. Означает ли это перелом негативных тенденций?*

По нашему мнению, нет. Пока можно говорить лишь о краткосрочном улучшении ситуации с чистым оттоком капитала – благодаря «усилиям» банковского сектора.

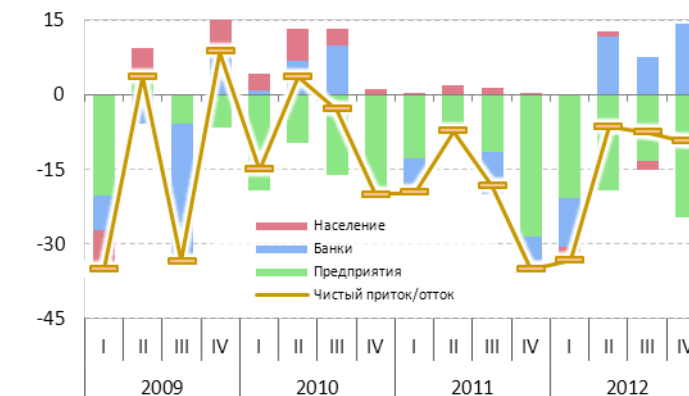
Последние три квартала российские банки интенсивно наращивают свои обязательства перед нерезидентами – на 7 млрд. долл. во втором квартале, на 15 млрд. долл. – в третьем и на 17 млрд. долл. – в четвертом квартале 2012 г. При этом зарубежные активы банков за этот период выросли всего на 6 млрд. долл. Этому способствовали низкие процентные ставки на внешних рынках и открывшееся окно возможностей для привлечения новых займов (не будем забывать и продажу 7%-ного пакета акций Сбербанка).

**Рис. 5.5. Динамика счета текущих операций, млрд. долл.**



Источник: Банк России.

**Рис. 6.1. Чистый приток/отток капитала частного сектора, млрд. долл.**



Источник: Банк России.