

Комментарии

Платежный баланс

1. Курс на девальвацию

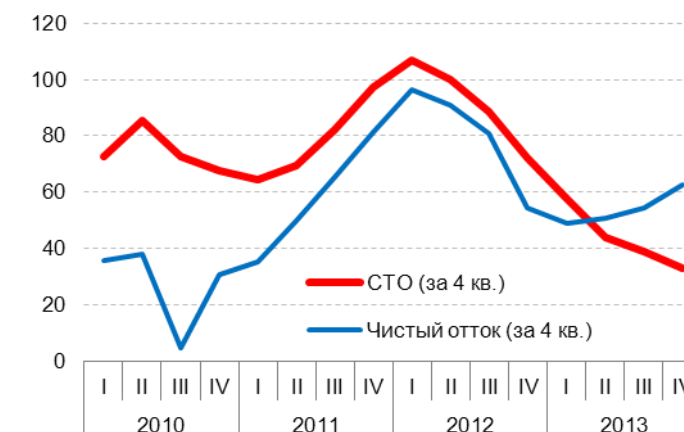
Стоимость бивалютной корзины, превысив предыдущий рекорд пятилетней давности, в январе 2014 г. достигла максимального уровня 41,08 рубля. Только за январь рубль подешевел более чем на 7%. Естественно возникает вопрос, чем вызвано столь резкое ослабление рубля, и что будет с российской валютой в ближайшие месяцы?

Ослабление рубля началось еще в прошлом году, и причины его вполне понятны – растущий дефицит валюты на внутреннем рынке. Этот дефицит стал результатом сочетания двух тенденций: растущего оттока капитала и сокращающегося притока валюты по текущим операциям. На графике (рис. 1.1), где представлена динамика этих показателей в годовом выражении (накопленным итогом за четыре предыдущих квартала), хорошо видно, что итоговый дефицит валюты имеет четкую тенденцию к росту: проявившись только в начале 2013 г., к концу года он достиг 30 млрд. долл. и в текущем году может еще больше увеличиться. Инерционный прогноз платежного баланса, который базируется на оценке ключевых тенденций счета текущих операций и чистого оттока капитала, позволяет говорить о возможности роста дефицита валюты для частного сектора как минимум до 70 млрд. долл. в случае сохранения имеющихся тенденций¹.

Обнуление профицита счета текущих операций при стабильных ценах на нефть – это лишь вопрос времени. Растущий дефицит неторговых операций рано или поздно сравнивается с торговым балансом (рис. 1.2); вполне вероятно, что (в силу сезонного фактора) это может случиться уже во втором квартале текущего года.

¹ См. «Новый КГБ» № 62 за период 11 – 24 января 2014 г.

Рис. 1.1. Профицит счета текущих операций и чистый отток капитала частного сектора, млрд. долл.



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

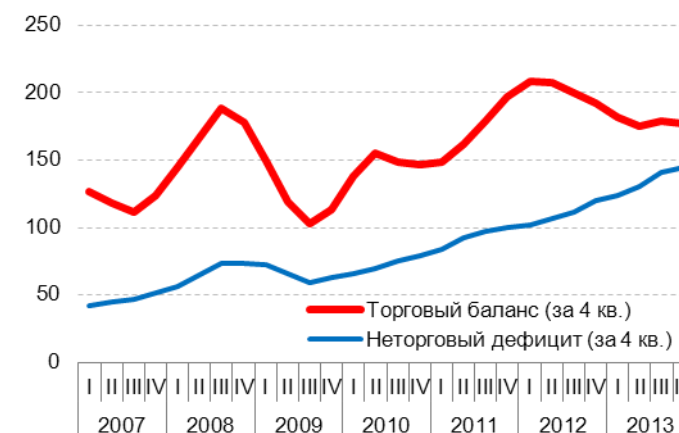
Ключевые переменные этого несложного уравнения – как поведут себя импорт и дефицит инвестиционных доходов, а также как на их динамику повлияет случившееся ослабление рубля.

Российский экспорт слабо зависит от курса рубля и сильно – от мировых цен и внешней конъюнктуры. Возможностей нарастить экспорт у сырьевых отраслей, химиков и металлургов (на которых приходится около 85% стоимости российского экспорта), практически нет; а даже гипотетический 20%-ный рост всего остального экспорта даст 3%-ный рост стоимости совокупного экспорта. Зато влияние валютного курса на товарный импорт явно более существенное, поскольку сопровождается ростом рублевых цен на импортируемые товары внутри страны и, следовательно, сокращением спроса на импорт. У российской экономики нет длинного ряда наблюдений, который позволил бы адекватно посчитать эластичность импорта по курсу рубля. В последние годы эта эластичность стала выше. Однако не стоит забывать, что динамика спроса на импорт не в меньшей степени, чем курсом рубля, определяется динамикой доходов населения и склонностью бизнеса к инвестированию. Уже в прошлом году рост реальных денежных доходов населения снизился до 3,8% (против 4,1% в среднем за 2010–2012 гг.), а инвестиции – вообще пошли на спад. Одним словом, нас не удивит, если при дальнейшем ослаблении внутреннего спроса рост импорта сменится снижением в 2014 г., а его масштабы превысят наши ожидания (сокращение на 1%, см. предыдущий выпуск бюллетеня).

Влияние девальвации рубля на сокращение дефицита инвестиционных доходов будет более ограниченным. Этот дефицит формируется, главным образом, за счет выплат нерезидентам от участия в капитале российских компаний (в том числе дивидендов и распределенной прибыли²) и процентных выплат по долговым обязательствам, которые в совокупности за прошедший год выросли на 5%. По оценкам Банка России процентные выплаты по внешнему долгу частного сектора в

² Девальвация рубля приводит к росту прибыли сырьевого сектора, который является основным плательщиком дивидендов.

Рис. 1.2. Основные компоненты счета текущих операций (в годовом выражении – сумма за 4 квартала), млрд. долл.



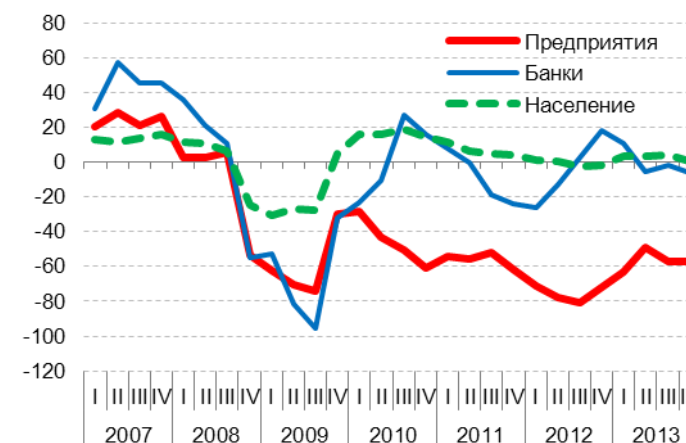
Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

текущем году составят около 22 млрд. долл. против 20 млрд. долл. в 2013 г. и 18 млрд. долл. в 2012 г.

Ключевым фактором формирования дефицита/избытка валюты на внутреннем рынке в этих условиях становится чистый отток капитала частного сектора (рис. 1.3). Из графика видно, что с 2010 г. основным «забойщиком» в выводе капитала за рубеж выступают предприятия – 50–80 млрд. долл., в то время как банковский сектор – «шарахается» из стороны в сторону (± 20 млрд. долл.), а покупка валюты населением близка к нулю.

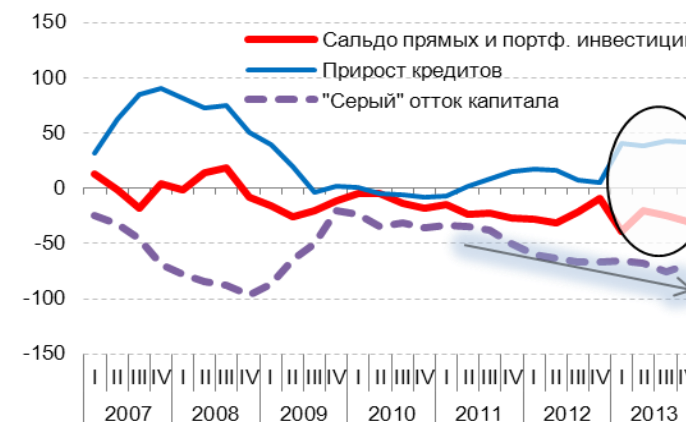
Шансы на значительное сокращение чистого оттока капитала предприятиями за счет девальвации – невелики. Все финансовые операции реального сектора можно представить в виде трех составляющих (рис. 1.4) – сальдо прямых и портфельных иностранных инвестиций (в страну и за рубеж), прирост кредитов (рост внешнего долга) и «серый» отток капитала (сомнительные сделки, чистые ошибки и пропуски, а также прочие операции с зарубежными активами в платежном балансе). Первая компонента – долгосрочная, устойчиво отрицательна: отток инвестиций в зарубежные активы (главным образом, в виде участия в капитале) превышает приток иностранных инвестиций в страну (в основном, в форме кредитов). Внешний долг предприятий сокращался лишь в условиях кризиса, а в остальные годы наблюдался рост. Однако рассчитывать на значимый прирост внешней задолженности в текущем году не приходится – напряженность на развивающихся рынках и явное снижение интереса инвесторов к российским рискам. Если не рассматривать разовую сделку Роснефти в первом квартале прошлого года (на рис. 1.4 выделено эллипсом), то рассмотренные выше две компоненты финансовых операций реального сектора в последнее время практически уравнивали друг друга. Остается третья компонента – «серый» отток капитала, который в последние четыре года растет и в прошлом году составил 70 млрд. долл. На разворот этого тренда, конечно, можно надеяться, но под такой надеждой должны быть хоть какие-то основания. Мы их, честно говоря, не видим.

Рис. 1.3. Чистый отток капитала частного сектора (в годовом выражении – сумма за 4 квартала), млрд. долл.



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

Рис. 1.4. Финансовые операции реального сектора (в годовом выражении – сумма за 4 квартала), млрд. долл.



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

Чистая международная инвестиционная позиция (МИП) банковской системы в прошлом году была в районе исторических минимумов (-13 млрд. долл. по сравнению с -130 млрд. долл. накануне кризиса 2008 г., рис. 1.5), а в январе банки выступили активными покупателями валюты, что могло свести МИП до нуля.

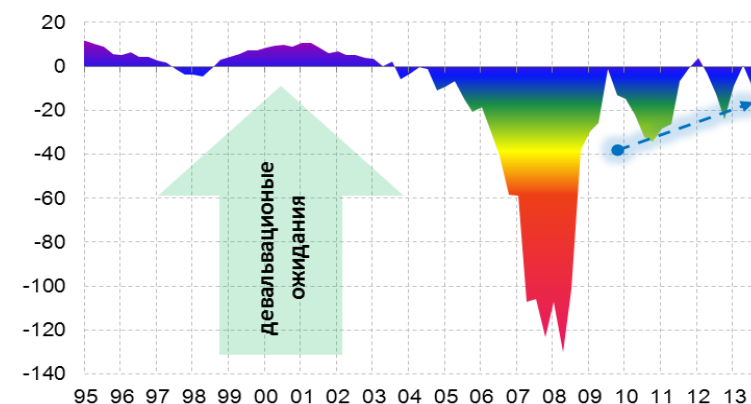
Со второй половины прошлого года население стало снова скупать наличную валюту, однако масштабы этих операций пока невелики (всего 3 млрд. долл.). При этом на руках у населения, по нашим оценкам, находится не более 10 млрд. долл. (рис. 1.6), что превышает предкризисный уровень 2008 г., но далеко от рекордных показателей 2009 г. Основной причиной спроса на наличную валюту стал рост недоверия к банковской системе в связи с отзывом лицензий у пары резонансных коммерческих банков. С одной стороны, мы пока не считаем, что Центробанк начал реальную зачистку банковской системы, что должно сдерживать панику населения. С другой стороны, быстрая девальвация рубля могла подогреть спрос населения на валюту. В настоящее время мы прогнозируем покупки валюты населением в текущем году на уровне 5–10 млрд. долл.

Таким образом, с учетом январских событий мы повышаем нашу оценку оттока капитала частного сектора в 2014 г. с 70 до 85 млрд. долл. В совокупности со снижением профицита по текущему счету до 5 млрд. долл. это означает, что давление на рубль не только сохранится до конца года, но даже возрастет по сравнению с прошлым годом.

Конечно, Банк России может за счет своих ресурсов «закрыть» формирующийся дефицит валюты, но, скорее всего, одновременно он будет девальвировать рубль. По опыту прошлого года (см. предыдущий выпуск «Нового КГБ»), при сокращении резервов на 10 млрд. долл. бивалютная корзина может подорожать на 1 рубль. Это означает, что при ожидаемом нами минимальном дефиците валюты на внутреннем рынке в размере 80 млрд. долл., рубль должен подешеветь в текущем году на 20%, или на 8 рублей по отношению к стоимости БВК на начало года³

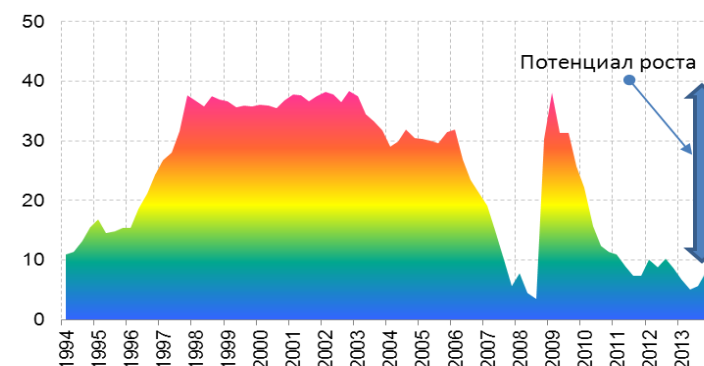
³ При ожидаемом нами снижении курса европейской валюты до уровня 1,3 долл. за евро на конец текущего года, курс доллара к рублю может вырасти на 25%, а курс евро к рублю – на 18%. В этом случае

Рис. 1.5. Чистая инвестиционная позиция банковской системы, млрд. долл.



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

Рис. 1.6. Объем наличной валюты у населения, млрд. долл.



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

(среднегодовые показатели стоимости рубля представлены в табл. 1.1). С одной стороны, вроде бы много. С другой, только за январь «корзина» подорожала почти на 3 рубля. И, самое главное, решение о том, на сколько и когда девальвировать рубль, находится в руках Банка России. А значит, оно непредсказуемо.

При каких условиях может восстановиться равновесие на валютном рынке? В краткосрочной перспективе – только за счет валютных интервенций; в среднесрочной – за счет девальвации рубля с последующим сокращением импорта товаров и услуг, а также, возможно, за счет сокращения выплаты дивидендов нерезидентам. В долгосрочной перспективе для устойчивой стабилизации платежного баланса необходимо радикальное сокращение «серого» оттока капитала и формирование устойчивого притока прямых инвестиций в страну.

Но с этим у нас большая проблема.

Сергей Пухов

Деньги, инфляция

2. Инфляция как функция от курса

Ослабление рубля чревато ускорением инфляции. Если в 2014 году среднегодовой курс рубля опустится на 16%, то это может прибавить к годовой инфляции до 1,5–2,0 п.п.

Российская экономика по-прежнему сильно зависит от импорта – поставок потребительских товаров, оборудования, сырья. Согласно данным Росстата, доля импортной продукции в розничном товарообороте выросла за 2000–2007 гг. с 40

среднегодовые курс ВБК в 2014 г. составит 42 рубля (при курсе на начало года 38 рублей), курс доллара – 37 руб., евро – 49 руб.

Таблица 1.1. Оценка среднегодового валютного курса

	В среднем за год			Прирост, %		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Бивалютная корзина	35	37	42	1	5	16
Курс доллара к рублю	31	32	37	6	2	16
Курс евро к рублю	40	42	49	-2	6	16
Курс евро к доллару	1.29	1.33	1.33	-8	3	0

Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.