

## Платежный баланс

### ***6. Ослабление рубля – объективная реальность, или насколько долго хватит резервов?***

---

*В июле международные резервы сократились почти на 10 млрд. долл.<sup>8</sup> до 469 млрд. долл., при этом бивалютная корзина подорожала на 2 рубля и в конце прошлой недели ее стоимость достигла 41,8 рублей. Каковы же ближайшие перспективы рубля и резервов, учитывая эскалацию торговых и финансовых санкций?*

Если первоначальные санкции против России были направлены против отдельных политиков, олигархов и компаний, то сейчас страны Запада стали вводить секторальные санкции, затрагивающие целые отрасли (ВПК, нефтегазодобывающую отрасль, финансовый сектор). В качестве ответной меры Россия ввела эмбарго на импорт значительной части продовольствия и сельхозпродукции против отдельных стран. Первый вопрос, который возникает в этой связи: как введённые санкции повлияют на внешнеторговые потоки?

Необходимо разделить краткосрочные и долгосрочные последствия вводимых санкций. Очевидно, разворачивающиеся торговые войны приведут к сокращению внешнеторгового оборота России со странами, которые ввели санкции против нашей страны, главным образом, со странами ЕС, доля которых во внешней торговле с Россией уже в первом полугодии этого года сократилась до 49,5% (почти треть оборота приходится на Германию и Италию) против 50,4% годом ранее. У любых санкций есть одна особенность – они вводятся на время, но... Как говорится, нет ничего более постоянного, чем временное. Достаточно вспомнить поправку Джексона–Вэника от 1974 г., которую отменили лишь через 38 лет!

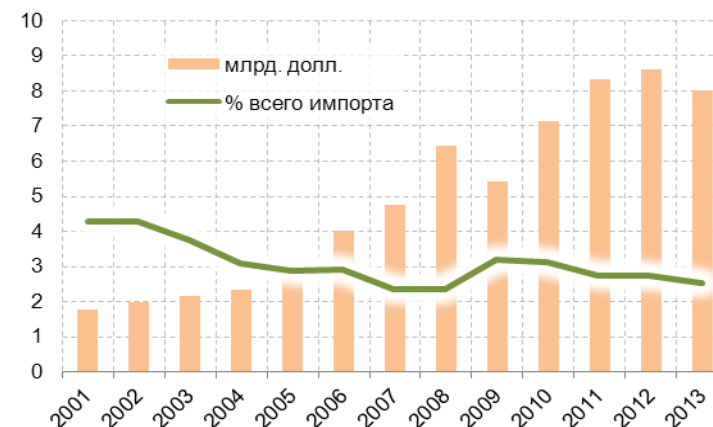
---

<sup>8</sup> Снижение резервов вызвано валютной переоценки, а также снижением задолженности кредитных организаций перед Банком России по сделкам «валютный своп» и остатков валютных средств на корсчетах в Банке России.

С точки зрения влияния на валютный курс и резервы более важным является торговый профицит. В краткосрочной перспективе любые торговые ограничения приводят к сокращению экспорта и импорта, но в разной степени. В результате происходит резкое изменение торгового сальдо. Можно, конечно, оцифровать наложенные на Россию санкции и ответное эмбарго, чтобы в моменте оценить торговый баланс. Однако не все так просто. Надо иметь в виду, что на место одних поставщиков приходят другие – свято место пусто не бывает. Так, взамен импорта продовольствия из ЕС, США и ряда других стран на общую сумму порядка 8 млрд. долл. в год (рис. 6.1) уже в ближайшие месяцы могут прийти страны Таможенного союза, Латинской Америки, Турция и страны Азии. Не исключено, что стоимость продовольственного импорта даже возрастет из-за роста контрактных цен. Не всему товару можно найти замену на внешнем рынке, и рассчитывать на импортозамещение на горизонте ближайших двух лет по значимым товарным позициям было бы крайне оптимистично. Если еще учесть западные санкции, которые могут в значительной степени ослабить российский экспорт, причем не только в краткосрочной, но и в долгосрочной перспективе (особенно в части экспорта углеводородного сырья), то расчет торгового баланса в условиях внешних шоков становится крайне нетривиальной задачей.

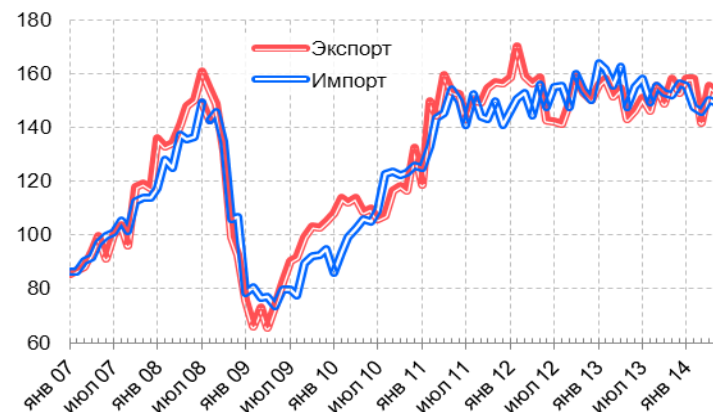
Но задача упрощается тем, что экспорт и импорт взаимосвязаны друг с другом (рис. 6.2), хотя здесь значительную роль играют и другие факторы. Действительно, сокращение экспорта отрицательно сказывается на внутреннем спросе и, следовательно, на импорте. Ограничение доступа к дешевым и длинным западным деньгам негативно сказывается на динамике инвестиционного импорта. Резкое ослабление рубля, хотя и стимулирует несырьевой экспорт, но в большей степени приводит к снижению покупательной способности внутри страны, падению импорта и, при определенных условиях, к импортозамещению. В целом, мы не ждем каких-либо кардинальных изменений в торговом балансе, который будет определяться не столько санкциями, сколько внешним и внутренним спросом, валютным курсом и инвестициями.

**Рис. 6.1. Стоимость продуктов и сельхозсырья, попавших под эмбарго с августа 2014 г.**



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

**Рис. 6.2. Динамика стоимости экспорта и импорта товаров, 2007 г. = 100**



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

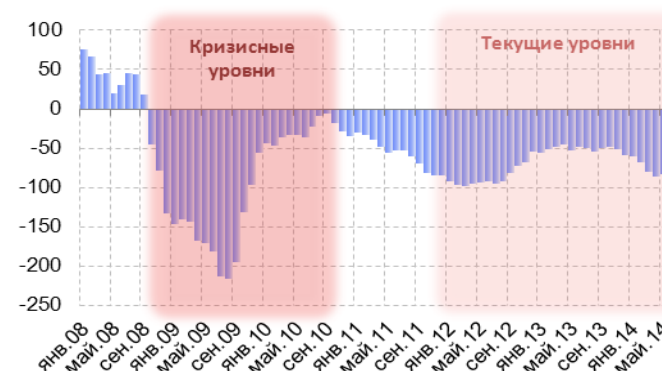
Основные наши опасения в части платежного баланса связаны с финансовыми санкциями, с ограничением доступа российских банков и предприятий к долгосрочным заимствованиям на внешних рынках капитала. В предыдущем выпуске КГБ мы уже говорили о рисках рефинансирования внешнего долга предприятиями и росте чистого оттока капитала по итогам года до 130–150 млрд. долл., из которых 55–75 млрд. долл. приходится на второе полугодие. Эти цифры в любом случае на порядок превышают возможные последствия торговых войн и могут быть сопоставимы с кризисом 2008 г. (рис. 6.3).

В этой связи вопрос валютных резервов и курса рубля вновь встает на первый план. Международные резервы денежных властей в настоящее время составляют 469 млрд. долл. В резервном фонде находится 87 млрд. долл., еще 67 млрд. долл. – в ФНБ (за минусом фактически замороженных навсегда в ВЭБе средств на сумму почти 20 млрд. долл.<sup>9</sup>). Собственных средств Банка России в международных резервах, в этом случае, остается 316 млрд. долл. (без СДР, резервной позиции в МВФ и золота – и того меньше – всего 257 млрд. долл.). Много это или мало? Существуют разные оценки достаточности валютных резервов в зависимости от импорта и платежей по внешнему долгу. Возьмем самый простой индикатор – обеспеченность импорта товаров и услуг резервами. На практике комфортным считается уровень резервов, покрывающий полугодовой (и более) объем импорта. Критическим – трехмесячный (и менее) объем импорт. Чем выше суверенный кредитный рейтинг (т.е. финансовая устойчивость и способность занимать на внешних рынках), тем меньше может быть относительный уровень резервов и, наоборот.

В России стоимость импорта товаров и услуг в 2013 г. составила 480 млрд. долл. или 40 млрд. долл. в месяц. В условиях стагнации импорта нижняя планка комфортного уровня резервов составляет 240 млрд. долл. Это уже близко к

<sup>9</sup> <http://www.minfin.ru/ru/nationalwealthfund/statistics/vnesheconombank/>. Использование средств ФНБ на инвестиции означает, что валюта переходит к Банку России, который взамен дает Минфину рубли.

**Рис. 6.3. Динамика чистого оттока капитала частного сектора, млрд. долл. (нарастающим итогом за 12 мес.)**



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

**Рис. 6.4. Достаточность резервов, мес.**



Примечание: резервы соотносятся со стоимостью импорта товаров, очищенного от сезонности и случайных колебаний (тренд); в резервах не учтены использованные средства ФНБ.

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

нынешнему уровню иностранной валюты у Банка России (без золота и прочих активов). На рис. 6.4 видно, что достаточность резервов в последние месяцы опустилась до показателя декабря 2008 г.

Во втором полугодии из-за сезонного эффекта можно ожидать сокращения текущего профицита платежного баланса (во втором полугодии прошлого года профицит составил всего 7 млрд. долл.). Если к этому добавится невозможность для российских банков и компаний рефинансировать порядка 80 млрд. долл. внешнего долга, подлежащего погашению в ближайшие полгода, то уже в этом году Центральный банк столкнется с сильнейшим давлением на свои валютные резервы и будет вынужден перейти к более быстрому ослаблению рубля.

*Сергей Пухов*

## Пенсионная система

### ***7. Об усилении солидарного характера пенсий***

---

*По словам министра труда и социальной защиты Максима Топилина, правительство приняло решение направить в 2015 году средства страховых взносов на обязательное пенсионное страхование в полном объеме на финансирование страховой части пенсии.*

Итак, принято решение о заморозке накопительной составляющей пенсионной системы России не только на 2014-й, но и на 2015 год. В соответствие с забавным объяснением министра труда и соцзащиты, это связано не с дефицитом пенсионной системы, а с сознательным усилением ее солидарного характера. Однако что-то заставило нас усомниться в адекватности оценок министра, и мы решили посмотреть на отчетные и плановые показатели деятельности