

эксперимент с неясными результатами. Но у нас нет особых сомнений, что независимость в этом вопросе Банка России будет весьма ограничена. Кроме того, нет особых сомнений, что политика Центробанка будет в каждый конкретный момент времени корректироваться как здравым смыслом, так и политической целесообразностью. Именно так дело обстоит сейчас, и не видно факторов, ведущих к изменению сложившейся ситуации. Но тогда в чём же ценность представленных «Основных направлений»? А эта ценность есть, и она не столь мала, как может показаться. В условиях наступающего системного кризиса российской экономики нерационально требовать от Центробанка проведения политики стимулирования роста в рамках умирающей системы. Его задача значительно сложнее – не дать системе рухнуть, похоронив под собой многих и многих, а стараться всеми путями дать политическому руководству страны ещё одну отсрочку, необходимую для проведения уже перезревших реформ. А вот для такой специфической задачи политика инфляционного таргетирования выглядит далеко не самой неразумной. Ну а во власти руководителей страны либо воспользоваться очередной отсрочкой, либо нет.

Дмитрий Мирошниченко

Платежный баланс

7. Валютный курс и прогноз Банка России

На прошлой неделе курс доллара поставил очередной рекорд, вплотную приблизившись к 39 рублям, а стоимость бивалютной корзины превысила 43,8 рублей. Снижению рубля предшествовала публикация проекта основных направлений денежно-кредитной политики Банка России и расширение санкций против России. Краткосрочную реакцию рынка мы уже увидели. Попробуем разобраться, что же ожидает нас в среднесрочной перспективе?

Сегодня можно смело утверждать: пик своего «могущества» рубль прошел в начале 2011 г. Начиная с того момента, сформировалась устойчивая тенденция к его ослаблению со средней скоростью около 12% в год (38% за три года). Поскольку в последние годы Банк России предоставил курсу рубля большую степень свободы, то курсовая динамика сильно напоминает американские горки при высокой волатильности, превышающей в размахе (от локальных минимума до максимума) 10%, которые, однако, не могут скрыть общий тренд (рис. 7.1).

Мы считаем, что сегодня есть все основания прогнозировать сохранение тенденции к ослаблению рубля. В краткосрочной перспективе расширение санкций против России весьма болезненно для рубля, поскольку они сопровождаются ограничением доступа к мировому рынку капитала. Даже ослабление санкций или их отмена вряд ли приведут к резкому притоку дешевых денег в страну и росту рубля в связи с ожидаемым началом ужесточения денежно-кредитной политики ведущих центробанков мира. В долгосрочной перспективе фундаментальные факторы – сокращение профицита счета текущих операций и высокий чистый отток капитала – также не дают надежд на укрепление рубля. Но это наше видение ситуации, а вот что считает Банк России, рассмотрим подробнее.

В проекте «Основных направлений» рассматривается три сценария: первый (базовый) предполагает: 1) постепенное восстановление мировой экономики; 2) незначительное снижение мировых цен на нефть; 3) снятие большей части введенных в текущем году взаимных санкций; 4) сохранение на прежнем уровне налоговой нагрузки. Ухудшаем два последних пункта – получаем второй сценарий, ухудшаем три последних пункта – третий сценарий. Ключевыми с точки зрения платежного баланса и курса рубля являются: цена на нефть (определяет экспорт, торговый баланс и в целом счет текущих операций) и чистый отток частного капитала (в соотношении с притоком валюты по текущим операциям определяет курс рубля и/или изменение резервов). При этом предусматривается сохранение режима почти свободно плавающего валютного курса.

Рис. 7.1. Динамика валютного курса (1 января 2009=1)



Источник: Reuters.

В первых двух сценариях цены на нефть плавно снижаются со 106,5 долл./барр. в текущем году до 102,5 долл./барр. в 2017 г. Третий сценарий – самый негативный: нефтяные цены падают до 86,5 долл./барр. в конце прогнозного периода. Однако при этом прогнозы российского экспорта достаточно оптимистичны. В текущем году Банк России ожидает снижение российского экспорта на 6 млрд. долл. (до 517 млрд. долл., табл. 7.1) по сравнению с 2013 г. Нефтяные цены за год сокращаются на 1,8 долл./барр. (т.е. при прочих равных на каждый нефтяной доллар приходится чуть более 3,3 млрд. долл. экспортной выручки). В первых двух сценариях стоимость российского экспорта растет несмотря на снижение нефтяных цен – иными словами, Банк России решительно ставит на рост несырьевого экспорта. И так происходит на всем протяжении прогноза.

Таблица 7.1. Прогноз платежного баланса, млрд. долл.

	факт	оценка	Сценарий 1			Сценарий 2			Сценарий 3		
	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Счет текущих операций	32	55	37	26	15	50	41	43	32	14	2
<i>Торговый баланс</i>	180	195	184	179	176	191	184	187	173	158	148
Экспорт	523	517	516	521	526	516	520	525	497	488	484
Импорт	-343	-322	-332	-342	-350	-325	-336	-338	-324	-330	-336
<i>Баланс услуг</i>	-59	-59	-66	-71	-77	-66	-65	-64	-65	-66	-66
Экспорт	70	71	72	73	79	70	73	78	70	71	74
Импорт	-129	-130	-138	-144	-156	-136	-138	-142	-135	-137	-140
<i>Баланс доходов</i>	-89	-81	-81	-82	-84	-76	-78	-80	-76	-78	-80
Счет операций с капиталом	0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Финансовый счет	-54	-86	-37	-26	-15	-50	-41	-43	-32	-27	-12
<i>Денежные власти</i>	6	4	-2	3	3	-2	0	0	-2	0	0
<i>Частный сектор</i>	-61	-90	-35	-29	-18	-48	-41	-43	-30	-27	-12
Изменение резервов	22	41	0	0	0	0	0	0	0	13	10
Цены на нефть, долл./барр.	108,3	106,5	104,8	103,1	102,5	104,8	103,1	102,5	99,5	90,8	86,5
Сальдо неторговых операций	-148	-140	-147	-153	-161	-141	-143	-144	-141	-144	-146

Источник: Банк России.

В первых двух сценариях при снижении нефтяных цен за три года на 4 долл./барр. совокупный экспорт растет на 9 млрд. долл.; таким образом, несырьевой экспорт (это около 20% всего экспорта, или 100 млрд. долл.) вырастает более чем на 20%. В третьем сценарии эластичность экспорта по цене на нефть снижается с 2,9 млрд. долл. в 2015 г. до примерно 1 млрд. долл. в последующие два года. Если предположить, что это обеспечивается несырьевым сектором, то его экспорт за три года вырастает на одну треть. На какие механизмы надеется Банк России, остается непонятным. Если в первом сценарии можно предположить, что какие-то его надежды связаны с отменой санкций (впрочем, не очень понятно, какие санкции сегодня всерьез сдерживают рост российского несырьевого экспорта), то единственное, что нам приходит в голову в рамках второго и третьего сценариев – это ослабление рубля.

На этот раз Банк России не дает никаких курсовых ориентиров в «Основных направлениях», но упоминает при этом стабильный валютный курс в первом сценарии, большой отток капитала, сопровождающийся «соответствующей курсовой динамикой» во втором сценарии, и «некоторое ослабление рубля» в третьем сценарии. Иными словами, ни о каком общем тренде ослабления рубля, а тем более об американских горках, речи не идет. В частности, это видно по динамике импорта, которая примерно одинакова во всех сценариях – рост стоимости на 1–3% в год. Вряд ли такое возможно при значительной девальвации рубля, например, в третьем сценарии. Поверить в то, что в Банке России не знают, что импорт реагирует на курс – лежащий в основе платежного баланса стабилизационный механизм, когда за счет девальвации рубля и сокращения импорта восстанавливается профицит счета текущих операций, – мы просто не можем.

Уверенность регулятора в устойчивости курсовой динамики в рамках «Основных направлений», базируется на двух моментах – сохраняющийся (но при этом резко снижающийся) профицит СТО и резкое (в разы) сокращение чистого оттока капитала частного сектора. Однако тут наши и официальные прогнозы кардинально расходятся.

По нашему мнению, сокращение профицита СТО в первом (до 15 млрд. долл. в 2017 г.) и, особенно, в третьем сценариях (до 2 млрд. долл.) является мощным девальвационным фактором для инвесторов, приводящим к росту спроса на валюту и оттоку капитала из страны. Но в прогнозе Банка России чистый отток капитала в этих двух случаях сокращается, соответственно, до 18 и 12 млрд. долл. – в 5–8 раз по сравнению с оценкой на текущий год (90 млрд. долл.). И это несмотря на малопривлекательный инвестиционный климат и вялый прогнозный рост российской экономики. Почему такой низкий отток капитала? Ответ прост: так получилось у Банка России, на то он и баланс – маленький профицит СТО, соответственно, низкий отток капитала. Все просто, если вам запрещено начальством прибегать к балансировке платежного баланса за счет курса. В качестве небольшой фронды можно в крайнем сценарии немного увеличить отток капитала за счет незначительного снижения резервов (снижение резервов на 10–13 млрд. долл. в 2016 и 2017 гг.). Конечно, прогнозировать отток капитала с высокой степенью достоверности практически невозможно. Но рассчитывать его, как это делает Банк России, по остаточному методу – тоже не выход из положения.

В отличие от Банка России, который, похоже, занял следующую позицию – пусть рынок сам решает, какой будет курс, коли курс плавающий, – нам кажется, что сохранение сложившегося тренда на ослабление рубля объективно обусловлено. Чтобы его сломать в краткосрочной перспективе, в мире должны случиться серьезные изменения в динамике нефтяных цен – что пока представляется маловероятным. Чтобы сломать его в долгосрочной перспективе, российские власти должны самым серьезным образом поменять свою политику. И не только экономическую. Что еще менее вероятно.

Сергей Пухов