

стимулируемой падением курса рубля и ростом цен на импортные товары, могла бы поддержать реальный сектор, негативное влияние на который оказывает падение нефтяных цен, служащее, в свою очередь, одной из причин снижения курса нацвалюты. Однако возможность такой бюджетной поддержки обрабатывающей промышленности сохраняется лишь при наличии бюджетных страховых фондов, на которые активно претендуют крупнейшие российские сырьевые компании, пострадавшие от санкций.

Если же девальвация будет сопровождаться рецессией в реальном секторе, то возможно возникновение настоящего финансового и валютного кризиса со всеми его неблагоприятными последствиями. И тогда от режима почти свободного курса («грязного плавания»), который анонсировал Банк России, придется отказаться, и ему вновь придется заняться проблемами совместного использования политики процентных ставок, валютных интервенций, мер макропруденциального надзора и контроля за потоками капитала – то есть тасованием стандартной колоды мер, используемых при управляемом плавании курса в развивающихся странах. Такого возврата назад очень хотелось бы избежать.

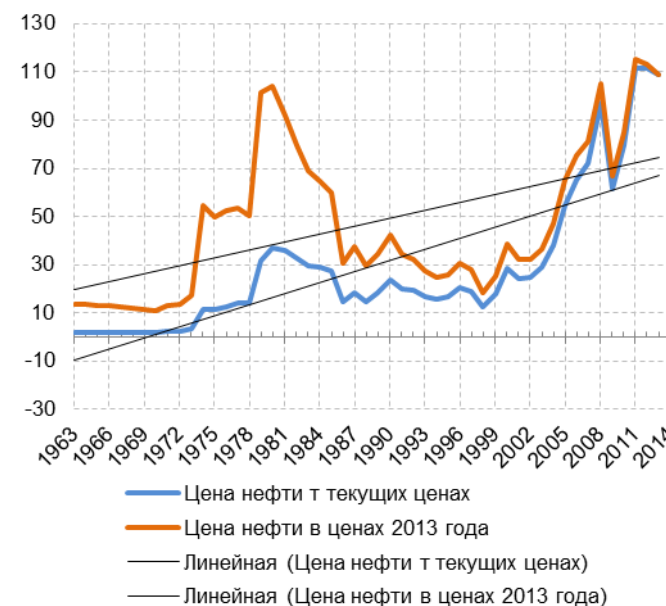
Валерий Миронов, Алексей Немчик

Платежный баланс

5. Почём западные санкции?

Банк России расширил сценарии среднесрочного прогноза макроэкономического развития России. Теперь, в зависимости от нефтяных цен и длительности западных санкций (рассматриваются шесть сценариев, включая стрессовый), темпы изменения российской экономики прогнозируются от минус 4% до плюс 2,6% в год. Обилие сценариев позволяет оценить влияние санкций: в среднем почти 60 млрд. долл. в год в виде дополнительного оттока капитала.

Рис. 4.4. Цена нефти в текущих и постоянных ценах в 1963–2013 гг. и ее долгосрочный тренд



Источник: PB statistical review of world energy 2014, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» (далее Основные направления) теперь содержат шесть сценариев. Первый сценарий, наиболее близкий к правительственному, предполагает сохранение нефтяных цен на уровне 102 долл./барр. в 2017 г. и отмену западных санкций в третьем квартале 2015 г. Второй и третий сценарии отличаются снижением нефтяных цен, соответственно, до 92 и 80 долл./барр. в конце прогнозного периода, а также длительностью санкций – до третьего квартала 2015 г. (вариант «а») и сохранением санкций до 2017 г. включительно (вариант «б»). Базовый сценарий прогноза Банка России предполагает сохранение санкций до 2017 г. и нефтяные цены в диапазоне 92–95 долл./барр. (сценарий «2б»).

Прежде всего, отметим реалистичность выбора Центробанком базового сценария, основанного на длительном действии западных санкций. Однако с учетом нынешней динамики наиболее адекватным, на наш взгляд, является прогноз цен на нефть на уровне 80 долл./барр. При этом равновероятно как дальнейшее снижение нефтяных цен до 70 долл./барр., ниже которых ОПЕК может пойти на пересмотр квот, так и их рост в силу нестабильной политической ситуации в странах Ближнего Востока. Иными словами, сценарий «3б» (таблица 5.1) более реалистичен в нынешних условиях, нежели сценарий «2б».

С момента публикации проекта Основных направлений прошло два месяца: за этот период основные изменения в экономике связаны с падением нефтяных цен с 95 до 80 долл./барр. Девальвационные ожидания спровоцировали массовый спрос на валюту в октябре-ноябре и резкий рост оттока капитала. Текущие тенденции нашли свое отражение в Основных направлениях, в которых появился стрессовый сценарий падения нефтяных цен до 60 долл./барр. к концу 2015 г.

Таблица 5.1. Прогноз платежного баланса, млрд. долл.

	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	факт	оценка	Сценарий 3а			Сценарий 3б		
Счет текущих операций	32	63	28	-13	-12	47	39	27
Торговый баланс	180	194	149	111	115	166	155	147
Экспорт	523	507	457	452	463	457	450	460
Импорт	-343	-313	-308	-341	-348	-291	-295	-313
Баланс услуг	-59	-57	-56	-58	-58	-54	-51	-54
Экспорт	70	69	69	71	72	69	70	71
Импорт	-129	-126	-125	-129	-130	-123	-121	-125
Баланс доходов	-89	-74	-65	-66	-69	-65	-65	-66
Счет операций с капиталом	0	-10	0	0	0	0	0	0
Финансовый счет	-54	-128	-87	-28	-25	-105	-96	-70
Денежные власти	6	0	-3	3	3	-3	-3	-3
Частный сектор	-61	-128	-84	-31	-28	-102	-93	-67
Изменение резервов	22	75	59	41	37	58	57	43
Цены на нефть, долл./барр.	108	102	84	80	80	84	80	80
Сальдо неторговых операций	-148	-131	-121	-124	-127	-119	-116	-120
ВВП, %	1,3	0,3	-0,4	1,7	2,8	-0,7	0,5	0,8

Источник: Банк России.

Цена на нефть является ключевым фактором, который определяет экспорт, торговый баланс и в целом счет текущих операций (СТО), который мы уже комментировали в сентябрьском выпуске КГБ №78. Поскольку принципиальных изменений по текущим операциям, кроме снижения прогнозной цены на нефть, не произошло (динамика импорта в большей степени определяется курсом

рубля)⁶, основной интерес представляет финансовый счет, а именно чистый отток капитала частного сектора, прогноз которого в значительной степени зависит от длительности санкций.

Если сопоставить варианты «а» и «б» для третьего сценария, то оказывается, что чистый отток капитала различается в них на сумму порядка 60 млрд. долл. в 2016 г. и на 40 млрд. долл. в 2017 г.⁷ Стоит отметить, что в текущем году чистый отток капитала, по мнению Банка России, может составить 128 млрд. долл., что на 67 млрд. долл. выше, чем в 2013 г., хотя ожидалось, что он будет значительно меньше. Это и есть цена санкциям – как минимум 170 млрд. долл. за три года.

Интересно, что в базовом (втором) сценарии «стоимость» санкций в 2016 и 2017 гг. оказывается в полтора-два раза меньшей по сравнению с третьим сценарием – более 40 и почти 20 млрд. долл., соответственно. А нефтяная «развилка» в этих вариантах всего 10–15 долл./барр. Странная логика.

Еще одна особенность прогноза Банка России связана с динамикой международных резервов. В 2015–2017 гг. резервы устойчиво сокращаются в любом из рассмотренных сценариев, в том числе на 88 млрд. долл. в сценарии «2б» и на 158 млрд. долл. в сценарии «3б». Правда, сокращение происходит за счет не валютных интервенций, а валютных РЕПО и валютных свопов, конвертации средств суверенных фондов. Однако хрен редьки не слаще, снижение резервов усилит спекулятивную составляющую на валютном рынке. В наиболее вероятном, с нашей точки зрения, сценарии «3б» объем собственных международных резервов Центробанка (без учета правительственных фондов) сокращается до уровня примерно 100 млрд. долл. в 2017 г. Это даже не покрывает трехмесячный стоимостной объем импорта товаров и услуг. Почти как в Украине.

Сергей Пухов

⁶ Цены на нефть в третьем сценарии проекта Основных направления были ниже на 6,5–15,5 долл./барр. ниже, чем в окончательной версии (наибольшее расхождение – в 2015 г.). Сопоставление прогнозных данных Банка России показывает, что снижение нефтяных цен на 10 долл./барр. приводит к сокращению экспортной выручки более чем на 35 млрд. долл.

⁷ В 2015 г. сравнение некорректно, поскольку санкции присутствуют в двух вариантах «а» и «б».