

Платежный баланс

5. В поисках равновесия...

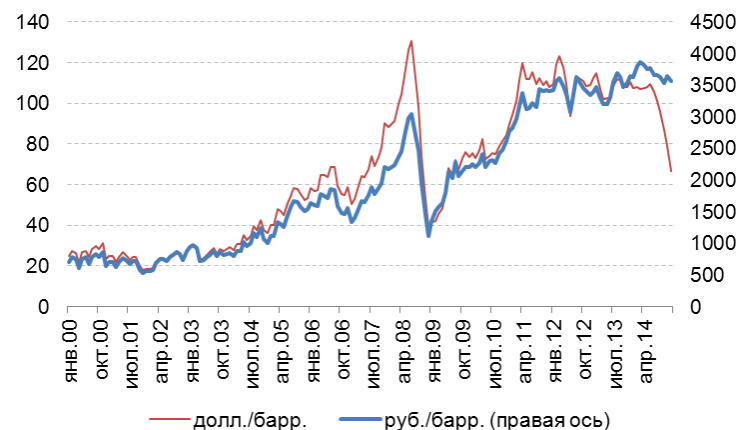
Ухудшение экономической ситуации, геополитические риски и падение цен на нефть в 2014 г. сопровождалось ростом оттока капитала и обесценением рубля. Наступающий год пройдет в поисках равновесия на нефтяном и валютном рынках. Ожидать улучшения ситуации можно не раньше 2016 г.

... валютного курса

Основной вопрос, который сейчас многих волнует, какой курс можно ожидать в краткосрочной перспективе? В условиях падающих нефтяных цен и плавающего валютного курса в поисках равновесия платежного баланса доллар 16 декабря превысил отметку 72 рубля. Его стабилизация в последующие дни стала следствием резкого повышения Банком России ключевой процентной ставки (до 17%), расширения инструментов валютного рефинансирования банков, но в основном неформального стимулирования экспортеров к продаже на рынке части ранее накопленных валютных ресурсов. Тем не менее с начала года рубль девальвировал по отношению к доллару более чем в полтора раза. Примерно на такую же величину упала стоимость одного барреля российской нефти марки Urals. Взаимосвязь курса и нефти стала формироваться еще с весны 2012 г., когда рублевая стоимость барреля нефти практически стабилизировалась (рис. 5.1). С этого момента эластичность курса рубля по ценам на нефть (отношение годовых темпов роста среднемесячных показателей) приблизилась к единице, а колебания не выходили за пределы 0,85–1,1 (рис. 5.2).

Неужели единичная эластичность по нефти и есть тот уровень равновесия, который определяет курс рубля? Однако в действительности среднемесячная стоимость Urals с марта 2012 г. варьировалась в довольно широких пределах – 3075–3869 руб. При средней цене на нефть за декабрь 63 долл./барр. это соответствовало бы среднемесячному курсу доллара в диапазоне 49–61 руб.

Рис. 5.1. Среднемесячная динамика нефтяных цен



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

Рис. 5.2. Эластичность курса рубля по цене на нефть



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

Иными словами, нефтяные цены на мировом рынке не в полной мере объясняют курс рубля, формируя, главным образом, предложение валюты на внутреннем рынке. Но есть еще и спрос на валюту со стороны импортеров, для платежей по внешнему долгу, для инвестиций в зарубежные активы и т.д.

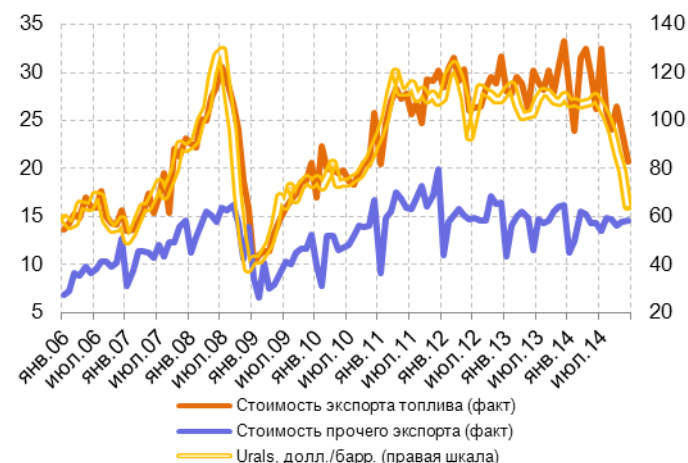
... баланса текущих операций

В стоимости российского экспорта примерно две трети занимают нефть, нефтепродукты и природный газ. Если нефтяные котировки до конца года не изменятся, то стоимость нефтегазового экспорта в 2014 г. может сократиться на 9% до 320 млрд. долл. при аналогичном снижении среднегодовой цены нефти Urals до 98 долл./барр.

Снижение стоимости барреля на 10 долл., при прочих равных, приводит к сокращению экспортной выручки российских нефтегазовых компаний на 33 млрд. долл. за год, или на 2,8 млрд. долл. в месяц. Адекватного роста нетопливного экспорта ожидать не приходится: его стоимость в последние месяцы стагнирует несмотря на девальвационную фору и по итогам 2014 г. может составить примерно 170 млрд. долл. В результате весь экспорт в 2014 г. едва превысит 490 млрд. долл. против 523 млрд. долл. годом ранее.

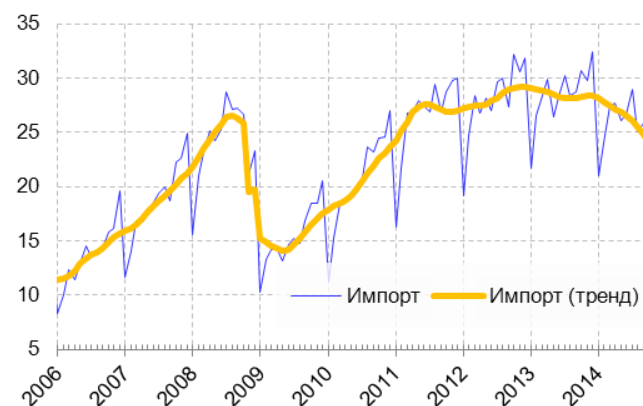
Сокращение экспортной валютной выручки в текущем году компенсировалось снижением спроса на импортные товары. На протяжении 2014 г. тенденция к снижению стоимостных объемов импорта усиливалась – если в первой половине года импорт сокращался на 0,7–1,3% в месяц, то во второй половине понижательный тренд усилился до 2,8% в отдельные периоды. В результате стоимость импорта по итогам 2014 г. может сократиться до 310 млрд. долл. по сравнению с 341 млрд. долл. годом ранее. Стоит отметить, что в кризис 2008 г. при тех же масштабах девальвации рубля падение импорта были на порядок выше, достигая 25% в отдельные месяцы. С одной стороны, изменилась мотивация населения: если раньше защитой от девальвации служила покупка наличной валюты, а на покупку импорта ресурсов уже не хватало, то сейчас спрос сместился на импорт, тем самым сдерживая его от более сильного падения. С другой

Рис. 5.3. Стоимость российского экспорта товаров, млрд. долл.



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

Рис. 5.4. Стоимость российского импорта товаров, млрд. долл.



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

стороны, перед кризисом 2008 года был перегрев на потребительском рынке, а сейчас импорт снижается после длительной стагнации. При этом импорт сокращается, главным образом, за счет физических объемов, как потребительских, так и инвестиционных товаров.

Тем не менее, по нашим оценкам, даже в условиях обвала нефтяных цен за счет девальвации рубля и сокращения импорта профицит торгового баланса практически остался на уровне предыдущего года и составил в 2014 г. чуть более 180 млрд. долл.

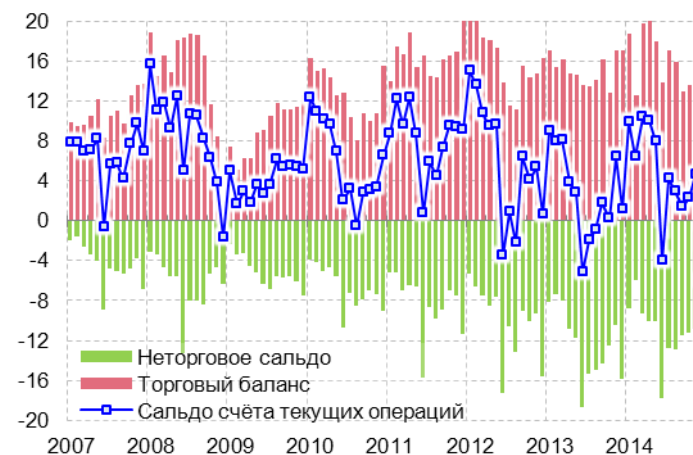
Девальвация рубля также поспособствовала снижению инвестиционных выплат нерезидентам. Стагнация экономики ведет к снижению рублевой прибыли, которая еще больше обесценивается в долларовом выражении из-за падения курса рубля. Закрытие рынков капитала (в том числе из-за возросших в полтора-два раза процентных ставок) привело к сокращению внешнего долга и, как следствие, к снижению процентных выплат по внешним долгам. В совокупности с другими статьями текущего счета платежного баланса неторговый дефицит (услуги, доходы, оплата труда и трансферты), по нашим оценкам, в 2014 г. сократился до 135 млрд. долл. со 148 млрд. долл. в 2013 г.

В результате положительное сальдо счета текущих операций (СТО) по итогам текущего года может превысить 45 млрд. долл. против 34 млрд. долл. в 2013 г. С учетом «похудевшего» в долларовом выражении ВВП, запас прочности по СТО стал достаточно весомым – около 2,5% ВВП, хотя еще год назад составлял 1,6%.

... в условиях финансовых санкций

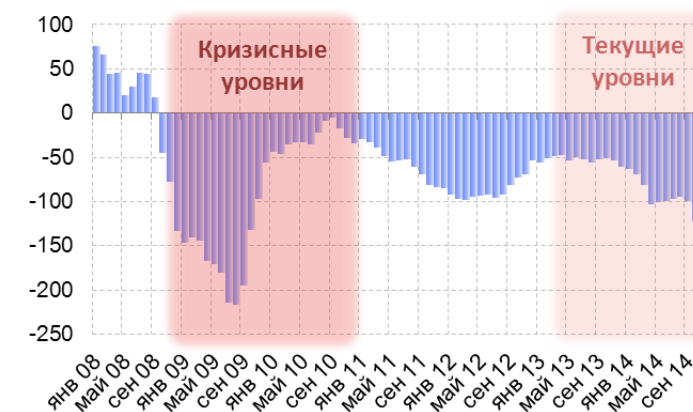
Украинский кризис, непредсказуемость российской внешней политики и возросшие геополитические риски, а также введенные Западом санкции против России в 2014 г. привели, по нашим оценкам, к двукратному росту чистого оттока капитала частного сектора (как минимум до 130 млрд. долл.) по сравнению с предыдущим годом. Наибольшая интенсивность оттока капитала наблюдалась в первой половине года на фоне разворачивания политического кризиса в Украине и

Рис. 5.5. Счет текущих операций, млрд. долл.



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

Рис. 5.6. Чистый приток/отток капитала (накопленным итогом за 12 месяцев), млрд. долл.



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

присоединения Крыма к России. Только за пять месяцев был «вывезено» из страны 84 млрд. долл. Введенные Европой и США финансовые санкции ограничили российским банкам и компаниям доступ к западным рынкам капитала и рефинансирование внешнего долга.

По нашим оценкам, в третьем квартале банки смогли рефинансировать, за вычетом валютной переоценки рублевой части внешнего долга, чуть более 40% квартальных платежей, предприятия – около 75%.

Переход к политике плавающего валютного курса в условиях падения нефтяных цен и оттока капитала снизил нагрузку на международные резервы: объем интервенций (новая валютная политика Центробанка не исключает проведение интервенций в случае необходимости) в декабре оказался не столь велик, как это было в первой половине года или в октябре. По итогам 2014 года мы оцениваем сокращение резервов Банка России в методологии платежного баланса на 85 млрд. долл.

... на нефтяном рынке

Очевидно, что перспективы 2015 года критически зависят от динамики внешних условий. Ситуация на нефтяном рынке за последние полгода изменилась кардинально. Ослабление спроса на нефть в Китае и в Европе на фоне устойчиво растущей нефтедобычи в США вынудили Саудовскую Аравию, Ирак и Кувейт играть на понижение цен, при котором сланцевые конкуренты будут вытесняться дешевой ближневосточной нефтью. Процесс уже начался – в ноябре количество разрешений на бурение сланцевых скважин в США упало на 40%, что уже в ближайшие два-три месяца начнет сказываться и на добыче. Однако когда и при каком уровне цен наступит равновесие спроса и предложения на мировом нефтяном рынке, сказать трудно. Текущие котировки почти в два раза выше минимума 2009 г. (32,3 долл./барр.) – как говорится, есть куда падать. Картель предпочитает проводить балансировку рынка за счет цен, а не за счет сокращения собственной добычи. При этом в восстановительный рост, как это было в 2009 г., мы не верим – по мере увеличения цен будет расти сланцевая добыча.

... при цене Urals 70 долл./барр. и закрытых рынках капитала

В наш базовый сценарий на следующий год мы закладываем цену в 70 долл./барр., то есть предпосылку о том, что внешняя конъюнктура в ближайшие месяцы стабилизируются и больше не будет ухудшаться. В этом случае можно ожидать сокращения стоимости экспорта товаров примерно на 100 млрд. долл. Каким образом при таких предпосылках будет достигнуто равновесие платежного баланса?

Во-первых, за счет сокращения стоимости импорта. Продление тенденции последних двух месяцев уходящего года приводит к тому, что стоимость импорта в будущем году может опуститься ниже 235 млрд. долл. Это снижение (почти на четверть по сравнению с 2014 г., или на 75 млрд. долл.) компенсирует значительную часть потерь от экспорта.

Во-вторых, за счет сокращения инвестиционных выплат предприятий и банков, которые в 2014 г. могут составить более 90 млрд. долл., из которых порядка 25 млрд. долл. – процентные выплаты, остальное – доходы от участия нерезидентов в капитале российских компаний и банков. Даже если эти доходы в рублевом выражении в 2015 г. останутся на прежнем уровне, в долларовом выражении они сократятся как минимум на треть, или на 25 млрд. долл.

По графику платежей в 2015 г. банки должны выплатить внешним кредиторам более 31 млрд. долл., а предприятия – почти 58 млрд. долл. С учетом долга, по которому сумма погашения не определена или график отсутствует, а также с учетом платежей до востребования, объем выплат возрастает до 78 и 93 млрд. долл. соответственно. Иными словами, общие максимальные выплаты в следующем году могут составить порядка 170 млрд. долл. Если предположить, что банки рефинансируют 40% платежей по долгу, а компании – 70% (учитывая падение цен на мировых товарных рынках, российским компаниям будет сложнее рефинансировать внешний долг), внешний долг с 600 млрд. долл. на конец текущего года сократится до 530 млрд. долл. на конец 2015 г. По нашим оценкам, это позволит уменьшить процентные выплаты примерно на 5 млрд. долл.

Таким образом, профицит СТО в 2015 г. вряд ли снизится по сравнению с предыдущим годом и, скорее всего, даже превысит 50 млрд. долл., а по отношению к ВВП возрастет до 4,1%.

В-третьих, мы ожидаем сокращения чистого оттока капитала в 2015 г. до 100 млрд. долл. При стабилизации нефтяных цен и курса рубля на текущих уровнях банки и население не будут играть ключевой роли в оттоке капитала. Компании не смогут активно наращивать вложения в зарубежные активы в силу возросших процентных ставок и дефицита рублевой ликвидности, а курсовая переоценка может снизить вложения в зарубежные активы до 60 млрд. долл. в 2014 г. За счет частичного рефинансирования внешнего долга иностранные пассивы предприятий могут сократиться на 40 млрд. долл.

В результате в 2015 г. возникает дефицит валюты на внутреннем рынке в размере чуть более 50 млрд. долл., который придется профинансировать денежным властям. В целом на 2015 г. можно предположить упрощенную формулу платежного баланса 50/100/50 млрд. долл. (соответственно, профицит СТО, чистый отток капитала и сокращение резервов) плюс-минус 15 млрд. долл. по первым двум позициям. Такая конструкция платежного баланса сбалансирована при курсе доллара на уровне примерно 59 руб. в среднем за год против 39 руб. в 2014 г.

... нельзя забывать о рисках

Основные риски в среднесрочной перспективе связаны с дальнейшим снижением и без того низких нефтяных цен и с ростом оттока капитала частного сектора.

Если несколько месяцев назад участники рынка ожидали стабилизацию цен на отметке не ниже 60 долл./барр., то теперь вряд ли кого удивит уровнями в полтора раза меньшими. Но это в краткосрочном периоде, а в среднем за 2015 г. и в последующие годы мы теперь не исключаем сценария, когда нефть будет стоить около 50 долл./барр.

При таком сценарии еще больше усугубится проблема рефинансирования внешнего долга, возрастет спрос на валюту, как защитный актив, в том числе со

стороны населения. Поэтому чистый отток капитала частного сектора в 2015 г. может увеличиться по нашим расчетам до 135 млрд. долл. Снижение предложения и рост спроса на валюту будут толкать доллар вверх к отметкам 80–85 руб./долл. Столь сильное обесценение рубля способно обвалить импорт почти в два раза, что приведет к резкому увеличению профицита СТО и к последующей стабилизации национальной валюты.

Сергей Пухов

Бюджет

6. Бюджетные перспективы в свете президентского послания

Самым первым поручением Правительству РФ по реализации Послания Федеральному Собранию является сокращение в 2015–2017 годах расходов федерального бюджета не менее чем на 5% в реальном выражении, исключая расходы на оборону и безопасность. Оценим влияние этого решения на динамику расходов и баланс бюджета.

Прежде чем переходить к количественной оценке последствий принятого решения, необходимо отметить, что оно никак не соотносится с бюджетным правилом, согласно которому объем расходов федерального бюджета должен определяться как сумма доходов, рассчитанных при базовой цене нефти (средней за последние несколько лет), плюс 1% ВВП. Бюджетное правило давало возможность проводить контрциклическую политику, позволяя сохранять объем расходов в условиях падения цен на нефть за счет использования средств Резервного фонда. Подход, предложенный в Послании, имеет совершенно другую логику и предлагает сокращать расходы в условиях подступающей рецессии.