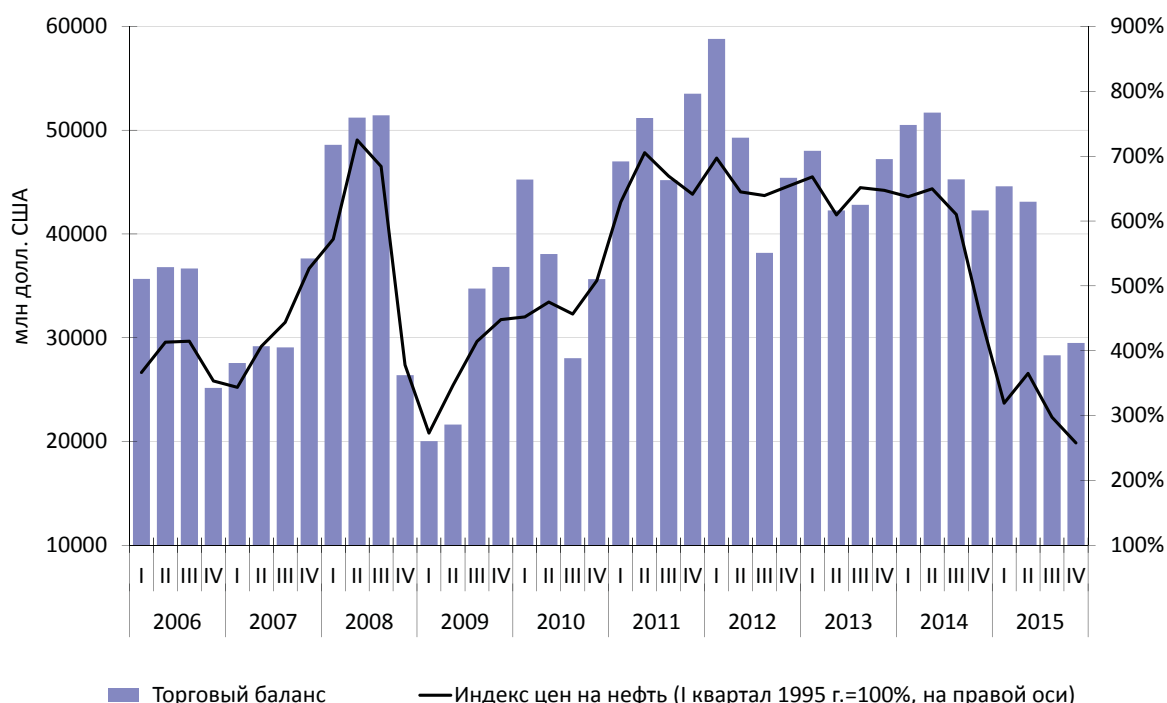


КУРС РУБЛЯ БЛИЗОК К РАВНОВЕСНОМУ ЗНАЧЕНИЮ¹

А.Божечкова, П.Трунин

Данные платежного баланса 2015 г. демонстрируют увеличение профицита счета текущих операций, связанное со снижением дефицита балансов услуг, инвестиционных доходов и оплаты труда при снижении профицита торгового сальдо. Ускоренное ослабление рубля в реальном выражении по сравнению с валютами развивающихся стран в отдельные периоды 2014–2015 гг. было связано с существенными геополитическими рисками и масштабным падением цен на нефть.

Как следует из опубликованной Банком России предварительной оценки платежного баланса РФ за 2015 г., положительное сальдо счета текущих операций составило 65,8 млрд долл., увеличившись на 12,7% по сравнению с 2014 г. Положительное сальдо торгового баланса уменьшилось на 23,2% (с 189,7 млрд долл. до 145,6 млрд долл.) в связи с масштабным падением цен на основные товары российского экспорта (рис. 1). За год экспорт товаров снизился на 31,8% (с 498 млрд долл. до 340 млрд долл.). При этом сокращение импорта товаров, обусловленное снижением курса рубля и доходов экономических агентов, оказалось еще более значительным: за год импорт в стоимостном выражении



Источник: Банк России; EIA; расчет ИЭП им. Е.Т.Гайдара.

Рис. 1. Торговый баланс РФ и индекс мировых цен на нефть в 2006–2015 гг.

1 Статья из ОМЭС. 2016. №2(20). Февраль.

упал на 37,0% (с 308 млрд долл. до 194 млрд долл.). По всей видимости, падение импорта в 2016 г. также будет существенным в связи с продолжением ослабления рубля в конце 2015 – начале 2016 г.

Увеличению профицита сальдо счета текущих операций способствовало снижение дефицита трех балансов – услуг, инвестиционных доходов и оплаты труда. Так, дефицит баланса услуг за 2015 г. достиг 37,1 млрд долл. и снизился (по абсолютной величине) по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. на 32,9%. Импорт услуг за 2015 г. стал меньше аналогичного показателя 2014 г. на 28,3% и достиг 86,8 млрд долл., что в первую очередь обусловлено падением расходов россиян на поездки за границу. Баланс оплаты труда за январь-декабрь 2015 г. сократился на 57,4% и составил -4,3 млрд долл. (в 2014 г. он равнялся -10,1 млрд долл.), по всей видимости, в результате сокращения оплаты труда мигрантов из-за падения спроса на их услуги. Дефицит баланса инвестиционных доходов в 2015 г. по сравнению с 2014 г. уменьшился на 44,7% и достиг 32,0 млрд долл. в связи со снижением расходов по обслуживанию сократившегося внешнего долга. Таким образом, в 2015 г., несмотря на масштабное падение цен на нефть, счет текущих операций обеспечил большой приток валюты в РФ, чем в 2014 г.

По оценке Банка России, чистый отток капитала из нефинансового сектора за 2015 г. составил 56,9 млрд долл., что в 2,7 раза меньше, чем за 12 месяцев 2014 г. За 2015 г. чистый вывоз капитала банками достиг 33,4 млрд долл., частным нефинансовым сектором – 23,5 млрд долл. С поправкой на валютные операции банков с Банком России чистый отток капитала составил лишь 50,2 млрд долл.

Банковский сектор в 2015 г. продолжил снижать обязательства перед внешним миром, за год они сократились на 61,6 млрд долл. (на 37 млрд долл. в 2014 г.). Небанковский сектор за 2015 г. сократил величину внешних обязательств на 2,7 млрд долл., в то время как в 2014 г. они увеличились на 1 млрд.

Приток прямых иностранных инвестиций в нефинансовый сектор составил 6,7 млрд долл. против 18,5 млрд долл. в 2014 г., достигнув минимального значения с 2003 г. Прочие внешние обязательства (портфельные инвестиции, ссуды и займы и прочие пассивы) в 2015 г. сократились на 9,5 млрд долл. – после снижения в 2014 г. на 17,8 млрд долл. Отметим, что в 2015 г. погашения по графику должны были составить 82,6 млрд долл., однако фактические внешние обязательства сократились лишь на 2,7 млрд долл. Это может быть связано с проведением внутригрупповых операций по управлению внешней задолженностью, в результате которых банки выплачивают долг связанным кредиторам, которые затем используют полученные средства для погашения «реального» внешнего долга.

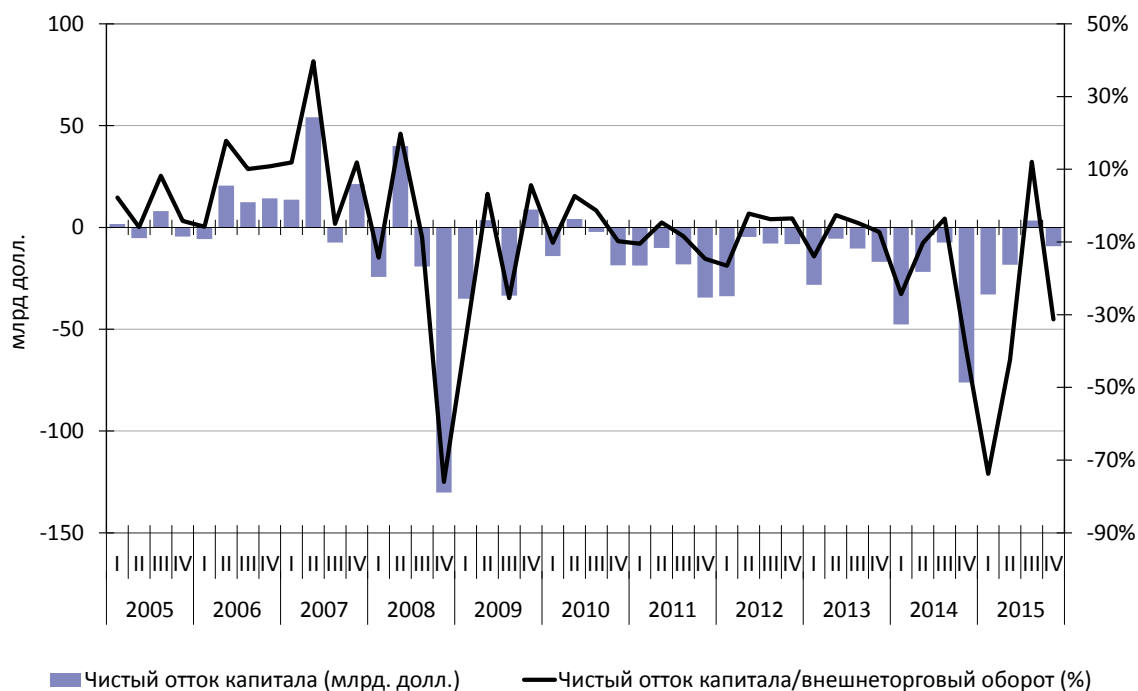
Напомним, что в III кв. 2015 г. впервые за длительный период времени Банк России зафиксировал чистый приток капитала в частный сектор российской экономики, составивший 1,8 млрд долл. с поправкой на операции банков с регулятором. Последний раз до этого чистый приток капитала был зафиксирован во II кв. 2010 г. в размере 4,1 млрд долл. Чистый приток капитала в III кв. 2015 г. был обусловлен ростом внешних обязательств прочих секторов в связи с привлечением новых займов, что свидетельствует о некоторой стабилизации ситуации в экономике в этот период.

Иностранные активы резидентов (обязательства иностранных экономических агентов перед российскими) снизились за 12 месяцев 2015 г. на 8,6 млрд долл. (в 2014 г. наблюдался рост данного показателя на 81,3 млрд долл.). Иностранные активы банковского сектора сократились за 2015 г. на 28,2 млрд долл. (рост на 48,5 млрд долл. в 2014 г.). Отметим, что по данным за январь-сентябрь 2015 г. снижение активов банков в результате проведения операций с наличной иностранной валютой с нерезидентами составило 7,8 млрд долл. (за 2014 г. они выросли на 50,4 млрд долл.).

При этом в результате операций с населением сокращение активов банков в наличной иностранной валюте составило лишь 0,6 млрд долл. (-38,1 млрд долл. за 2014 г.). Иными словами, в 2015 г. население предъявляло значительно меньший спрос на наличную иностранную валюту, чем годом ранее. По оценкам Банка России, за 9 месяцев 2015 г. объем наличной иностранной валюты на руках у населения снизился на 11,8 млрд долл. и составил 40,5 млрд долл.

Иностранные активы частного нефинансового сектора экономики выросли за 2016 г. лишь на 17,8 млрд долл. по сравнению с их увеличением на 72,6 млрд долл. в 2014 г. В абсолютном выражении сильнее всего уменьшились прямые инвестиции российских резидентов за рубеж (с 54,5 млрд долл. в 2014 г. до 20,5 млрд долл. в 2015 г.). Также отметим продолжение тенденции сокращения сомнительных операций, величина которых снизилась на 2,8 млрд долл. до 4 млрд долл.

Снижению оттока капитала способствовала также политика Банка России, перешедшего к плавающему курсу рубля и отказавшегося от валютных интервенций. По итогам 12 месяцев 2015 г. величина международных резервных активов России снизилась на 17,1 млрд долл. (-4,4%) и на начало января 2016 г. составила 368,4 млрд долл. За 2015 г.



Источник: Банк России; расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара.

Рис. 2. Динамика чистого оттока капитала в 2005–2015 гг.

объем валютных резервов уменьшился на 19,9 млрд долл. (-5,9%), что в основном было связано с проведением операций валютного РЕПО с банками. Запасы монетарного золота увеличились за тот же период на 2,5 млрд долл. (+5,4%) по сравнению с началом года, что обусловлено покупкой золота Банком России.

В результате официальный курс доллара США к рублю за 2015 г. вырос на 12,9% с 61,7 руб. в среднем в январе 2015 г. до 69,7 руб. в среднем в декабре 2015 г. При этом курс евро к рублю в декабре в среднем составил 75,8 руб., увеличившись за год на 4,4%.

В январе 2016 г. в результате продолжающегося падения цен на нефть рубль обесценился по отношению к доллару на 4,7% с 72,9 руб. за долл. до 76,3 руб. за долл., курс евро к рублю за аналогичный период вырос на 4,0% до 82,8 руб. за евро, а стоимость бивалютной корзины увеличилась на 4,3% до 79,2 руб. В результате 22 января официальный курс доллара достиг исторического максимума 83,6 руб. за долл.

Отметим, что, по нашим оценкам, эффект переноса обменного курса в цены потребительских товаров в России составляет от 10 до 20% в зависимости от валюты и периода оценки. Иными словами, ослабление рубля за декабрь 2015 г. – январь 2016 г. на 14,4% приведет к дополнительному росту инфляции в 2016 г. на 1,4–2,9 п.п.

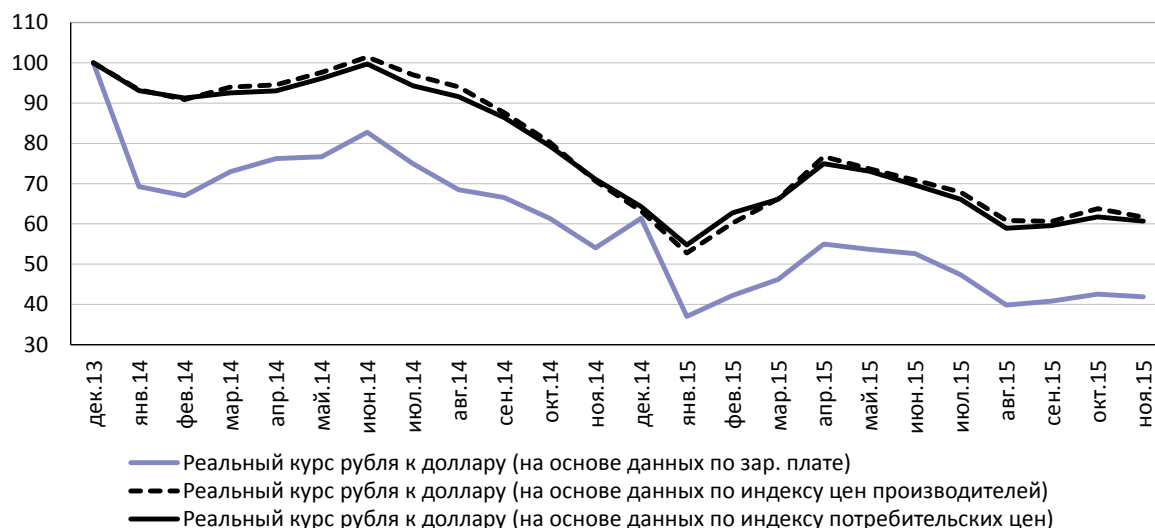
Несмотря на снижение цен на основные товары российского экспорта и обесценение рубля в номинальном выражении, из-за высокой инфляции в России за 12 месяцев 2015 г. реальный эффективный курс рубля увеличился на 1% (за 2014 г. было зафиксировано сокращение на 27,4%) и достиг уровня декабря 2014 г., что также соответствует уровню января 2005 г.

Анализ различий в динамике реального курса рубля к доллару (расчитанного на основе таких ценовых показателей, как индексы потребительских цен, цен производителей, среднемесячной номинальной начисленной заработной платы работников организаций) показывает рост конкурентоспособности российских товаров на мировом рынке (рис. 3). По данным на ноябрь 2015 г. базисный курс рубля к доллару в реальном выражении, рассчитанный с учетом относительной динамики заработных плат в России и США, в 1,5 раза ниже аналогичного показателя, рассчитанного на основе относительных ИПЦ. Этот факт свидетельствует о том, что конкурентоспособность российских производителей в кризисных условиях растет – в результате сокращения затрат на рабочую силу.

В целом по итогам 2014–2015 гг. реальный эффективный курс российского рубля снизился значительно сильнее, чем валюты других стран-экспортеров сырья. Для сравнения: за 2014–2015 гг. реальный курс российского рубля к декабрю 2013 г. снизился на 31,1%, норвежской кроны – на 12,2%, канадского доллара – на 16,3%, мексиканского песо – на 14,3% (рис. 4). Темпы обесценения российского рубля во второй половине 2014 г., а также в июне-сентябре 2015 г. в реальном выражении оказались более существенными, отражая в том числе последствия геополитических рисков и введенных против РФ международных санкций.

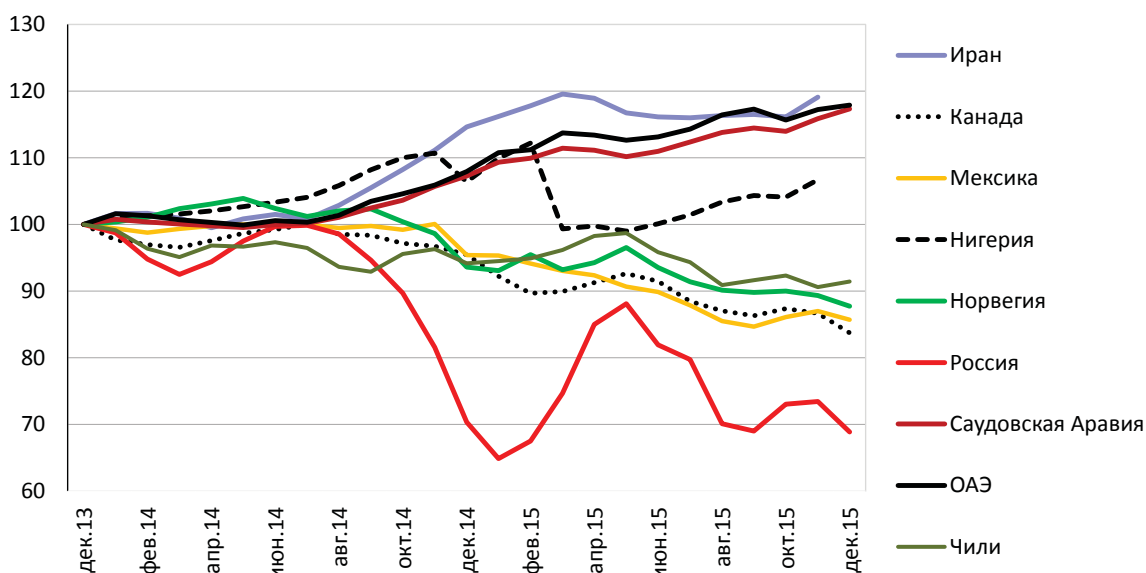
Реальный эффективный курс рубля в настоящее время находится примерно на фундаментально обоснованном уровне, что является следствием рыночного курсообразования на валютном рынке РФ без вмешательства Банка России и отсутствия панических настроений экономических агентов. При отсутствии новых шоков мы не ожидаем дальнейшего значительного ослабления национальной валюты.

КУРС РУБЛЯ БЛИЗОК К РАВНОВЕСНОМУ ЗНАЧЕНИЮ



Источники: OECD, Банк России, Росстат, расчеты авторов.

Рис. 3. Динамика реального курса рубля к доллару, рассчитанного на основе разных ценовых индексов (декабрь 2013=100%)



*Данные по Ирану и Нигерии приведены за период с января 2014 г. по ноябрь 2015 г.

Источники: BIS, International Financial Statistics (IMF), расчеты авторов.

Рис. 4. Динамика реальных эффективных курсов валют стран-экспортеров сырья в 2014–2015 гг. (декабрь 2013=100%)