

Тетрадь 11. Платежный баланс и обменный курс

Валютный кризис 2020 г., который пережила Россия на фоне катастрофического ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры, был на удивление мягким. Эта «мягкость» стала следствием:

- удачного выбора модели курсовой политики (сочетающей в себе свободное плавание курса в краткосрочном периоде и сглаживание чрезмерных колебаний – в среднесрочном);
- синергии господдержки компаний с усилиями предпринимателей по сохранению бизнеса, что привело к мобилизации валютных ресурсов.

Счет текущих операций

В результате масштабного падения цен на нефть сальдо счета текущих операций в 2020 г. предсказуемо резко сжалось – до 34 млрд. долл. против 65 млрд. в 2019 г. (см. Рисунок 1). Сальдо торгового баланса, который является основной статьей счета текущих операций, упало вдвое.

В то же время негативное влияние на сальдо счета текущих операций от снижения сальдо торгового баланса компенсировалось заметным уменьшением дефицита по балансу услуг (в значительной мере за счет снижения расходов населения на зарубежные поездки) и по балансу инвестиционных доходов¹

¹ Из-за переоценки при пересчете в доллары процентных платежей по рублевым долгам перед нерезидентами, реструктуризации графика платежей, и др.



Рисунок 1. Основные позиции платёжного баланса России (млрд. долл.)

Счет финансовых операций и операций с капиталом

В 2020 г. на фоне высокой волатильности глобальных рынков возобновился чистый отток капитала из России, составивший 47 млрд. долл.², после наблюдавшегося в 2019 г. слабого притока (см. Рисунок 1). При этом чистый отток капитала в 2020 г. оказался значительно ниже, чем в относительно спокойном 2018 г. (76 млрд. долл.) и кризисном 2015 г. (66 млрд. долл.), а также в 2.7 раза (!) меньше чем в стрессовом 2014 г. (123 млрд. долл.), когда началось введение антироссийских санкций.

К числу основных факторов, которые привели к *оттоку* капитала в 2020 г., относятся (см.

Рисунок 2):

- чистое погашение внешних обязательств нефинансовыми компаниями (в отличие от 2019 г., когда наблюдался чистый приток зарубежных заимствований);
- масштабное чистое погашения внешних обязательств банков;

² Суммарно по государственному и частному секторам.

– сокращение чистого притока средств нерезидентов на рынок государственных облигаций.

В пользу *стабилизации* капитального счета работало сокращение объема иностранных активов банков и заметное уменьшение объема вложений в зарубежные активы нефинансовыми компаниями (по сравнению с периодом 2016-2019 гг.).

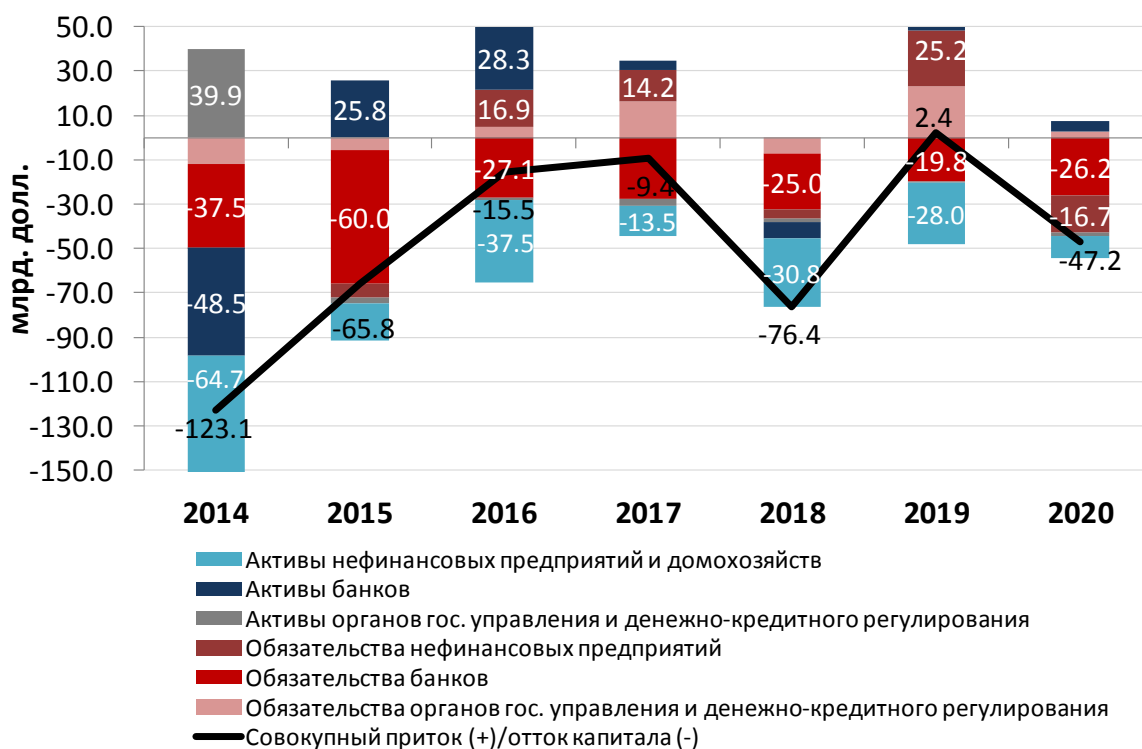


Рисунок 2. Потоки капитала по основным секторам экономики («+» приток капитала – сокращение активов или рост обязательств / «-» отток капитала – рост активов или сокращение обязательств)

Обменный курс

Сжатие стоимостного объема экспорта и отток капитала, сформированный в основном чистым погашением иностранных обязательств частного сектора, привели к ослаблению рубля в 2020 г.

Однако если сравнивать с другими кризисными эпизодами последних лет, то можно отметить, что на этот раз в условиях резкого ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры рубль реагировал достаточно слабо. Так, если за январь- апрель 2020 г. стоимость нефти на мировых рынках снизилась в 2.5 раза, то рубль ослаб относительно бивалютной корзины всего

на 15%. В то время как, например, с сентября по декабрь 2014 г. цена нефти упала чуть менее, чем в 2 раза, а рубль обесценился на 31% (см. Рисунок 3). За период с октября 2015г. по январь 2016 г. цена нефти снизилась в 1.5 раза, а рубль обесценился на 11%.

Таким образом, эластичность курса рубля по цене нефти, составлявшая 0.7 в эпизоде сентября-декабря 2014 г., сократилась до 0.5 в эпизоде октября 2015 г. – января 2016 г., а в период января-апреля 2020 г. снизилась до 0.3.

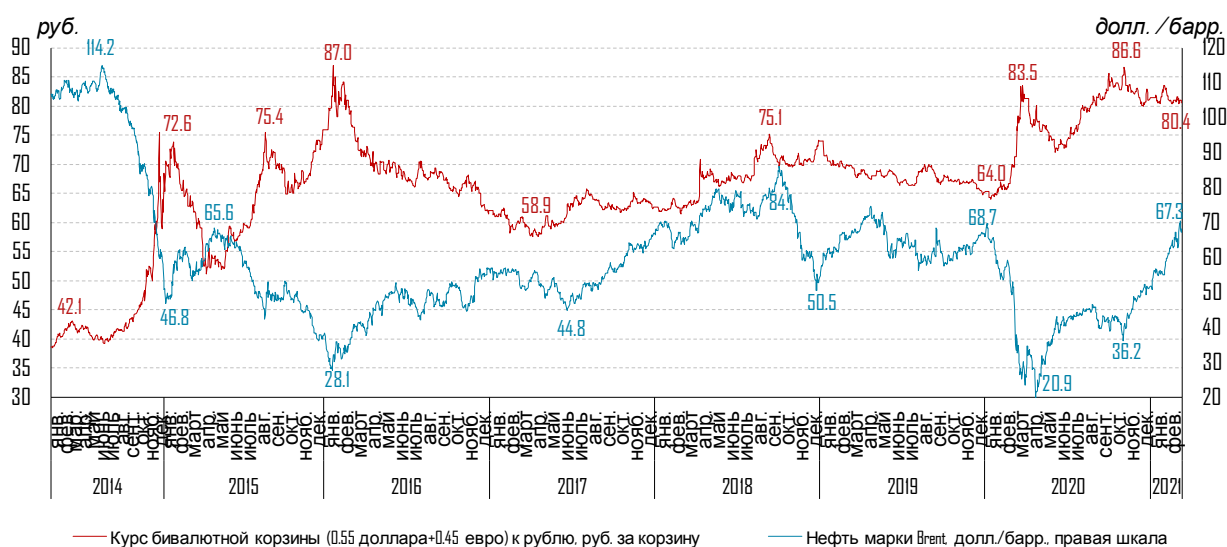


Рисунок 3. Мировые цены на нефть и курс рубля

Заметим, что в 2020 г., так же, как и в 2014 г., для стабилизации обменного курса использовались продажи валюты из официальных резервов³, однако результативность была качественно иной. С чем же связана столь успешная стабилизация рубля в 2020 г. по сравнению с более ранними кризисными эпизодами?

Представляется, что ключевым фактором успеха стало контрциклическое поведение российских банков, предприятий и населения, которые сокращали, а не увеличивали объем покупок иностранной валюты в период шока.

Потоки капитала по статьям «иностранные активы банковского сектора, «теневой» отток капитала, прочие иностранные активы

³ На этот раз, в отличие от 2014 г., операции осуществлялись Банком России путем продажи валюты со счетов Минфина в рамках бюджетного правила.

предприятий» реагировали контрциклически на динамику счета текущих операций (см. Рисунок 4), уравнивая его негативное воздействие на обменный курс.

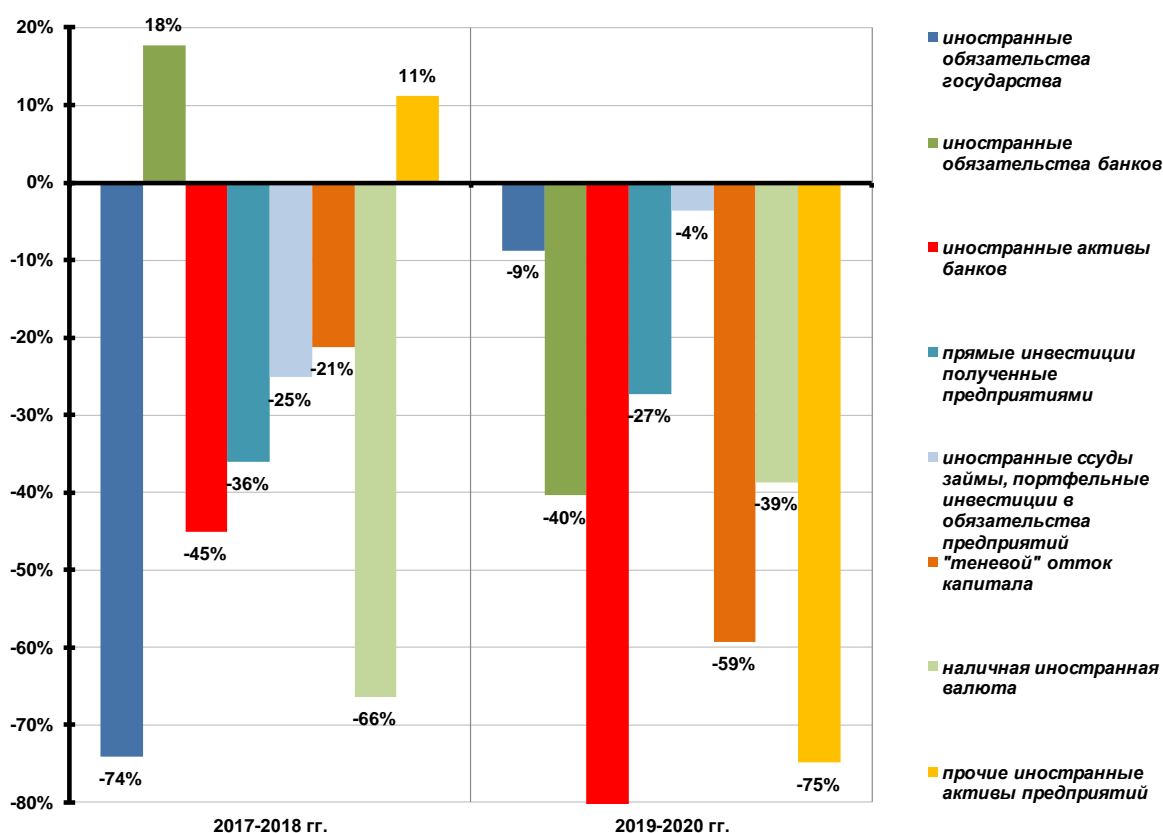


Рисунок 4. Коэффициент корреляции элементов счета капитала с сальдо по текущим операциям⁴

Сформировавшаяся антикризисная динамика потоков капитала объясняется:

- быстрой коррекцией обменного курса, в результате которой возник «эффект перелета», что снизило склонность экономических агентов к дальнейшей покупке валюты;
- снижением ставок на международных финансовых рынках, возникшим в результате применения сверхмягкой денежно-кредитной политики в развитых странах;
- возможным эффектом синергии усилий государства и компаний по сохранению функционирования бизнеса в условиях шока, что

⁴ Корреляции рассчитаны на поквартальной основе.

стимулировало компании использовать все доступные ресурсы в условиях кризисной ситуации (не произошло усиления оттока активов за рубеж; напротив – наблюдался небольшой приток средств т.е. использование иностранных активов).

Последнее можно рассматривать как важный урок на будущее: в случае возникновения похожих кризисных ситуаций государственные программы поддержки бизнеса могут быть эффективными и для стабилизации обменного курса.

Материал подготовил:

эксперт Панкова В.А.

При участии:

Руководитель направления Солнцев О.Г.