

Этюд 10. Стабильность платежного баланса и курс рубля¹

Динамика платежного баланса и обменного курса рубля

Последнее десятилетие для отечественной экономики было насыщено внешними шоками, самым кардинальным образом отразившимися на платежном балансе России и обменном курсе рубля. Первая волна потрясений пришла в 2014-2015 гг., а вторая – ещё более масштабная – началась в пандемийном 2020 г., в котором еще не закончилась адаптация к первой волне, и перешла в 2022 г. в третью, возникшую из-за геополитического шока и экономических санкций против России.

Первая волна потрясений привела к кардинальным изменениям в российском платежном балансе, которые во многом сохранились во второй и третьей волнах, а также позволила российской экономике в некоторой степени адаптироваться к шокам второй и третьей волн.

Ключевыми характеристиками *периода от первых внешнеэкономических санкций 2014 г. до начала пандемийного шока 2020 г.* стали:

1) сжатие объемов экспорта (около 400 млрд долл. в год в среднем за 2014-2019 гг. по сравнению с аналогичным показателем за 2010-2013 гг., около 500 млрд долл.) вследствие падения мировых цен на энергоносители;

2) переход от притока к оттоку средств иностранных кредиторов и инвесторов (в рассматриваемом периоде их отток составил в среднем 20-25 млрд долл. в год по сравнению со среднегодовым притоком 80-85 млрд долл. в предшествующий период). Основная причина – сокращение иностранных обязательств компаний реального сектора под влиянием первой волны внешнеэкономических санкций (см. Рисунок 1, Рисунок 2).

¹ В данной работе используются результаты проекта ФИ-2025-63, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2025-2027 гг.

Данные факторы фундаментально ограничили приток иностранной валюты на российский рынок, что привело к резкому ослаблению рубля, реальная покупательная способность которого – если не брать в расчет краткосрочные всплески – в течение последующего десятилетия уже никогда не восстановится (см. Рисунок 3).

В свою очередь, переход реального курса рубля к качественно более низкому уровню повлек за собой ряд существенных изменений в российском платежном балансе, которые имели как позитивный, так и негативный эффект с точки зрения воспроизводства отечественной экономики:

- с одной стороны, наблюдался негативный эффект снижения импорта товаров, произошедший в значительной мере за счет сжатия промежуточного и инвестиционного импорта, что, при прочих равных условиях, усложняло процессы модернизации производства;

- с другой стороны, позитивный эффект состоял в снижении избыточного импорта услуг и инвестиционных доходов к выплате (см. Рисунок 4);

- кроме того, позитивное влияние имело уменьшение объема вложений в иностранные активы (которое, однако, не удалось удержать впоследствии), что в некоторой мере уравнило уменьшение притока зарубежных займов и инвестиций.

В итоге, эти изменения частично усилили экономику накануне «эпохи больших потрясений» (с 2020 г.), но частично – и ослабили.

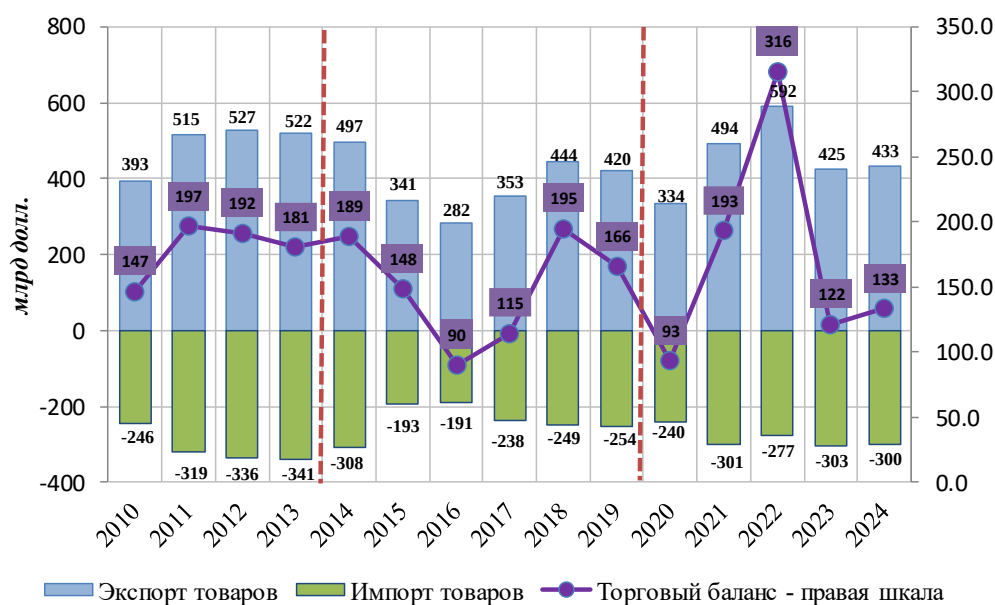


Рисунок 1 – Экспорт товаров, импорт товаров и торговый баланс

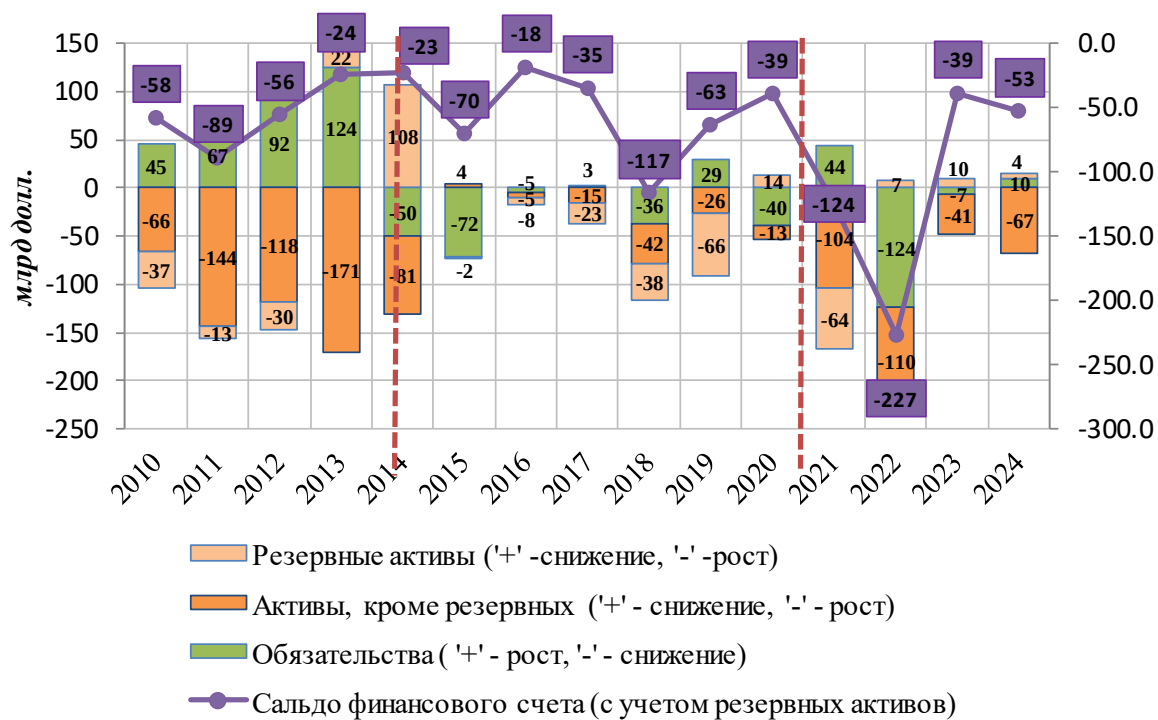


Рисунок 2 – Сальдо финансового счета, чистый прирост иностранных активов и обязательств

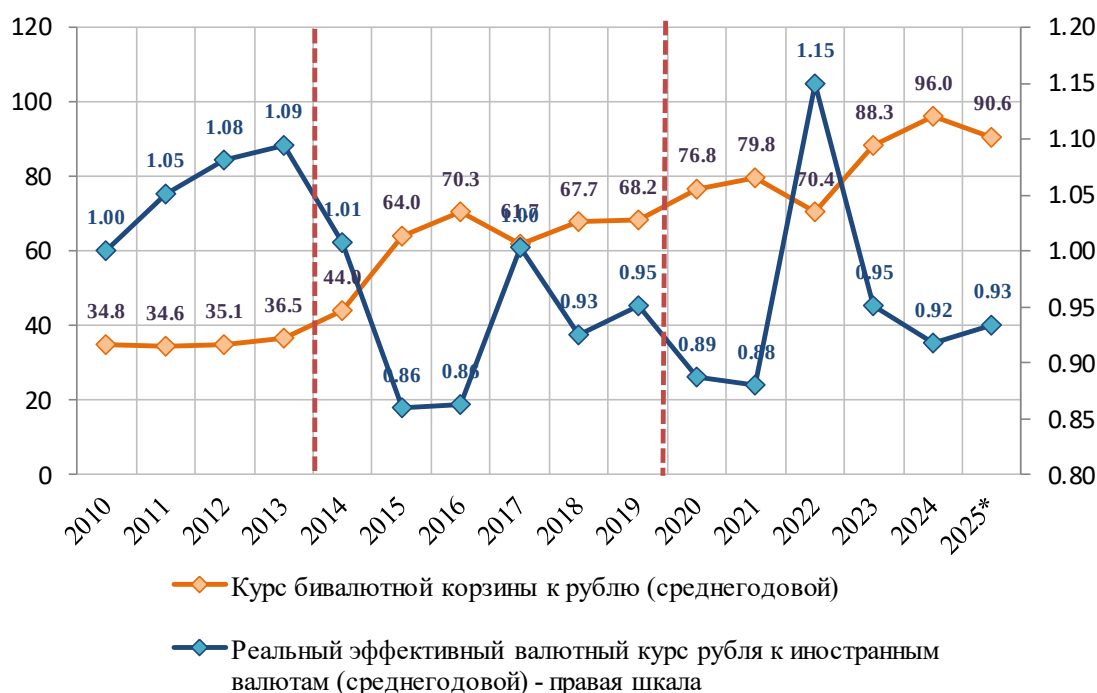


Рисунок 3 – Номинальный курс рубля к бивалютной корзине и индекс реального эффективного курса рубля (2010 г. =1) к иностранным валютам: среднегодовые значения (* за 2025 г. приведены данные за первое полугодие)

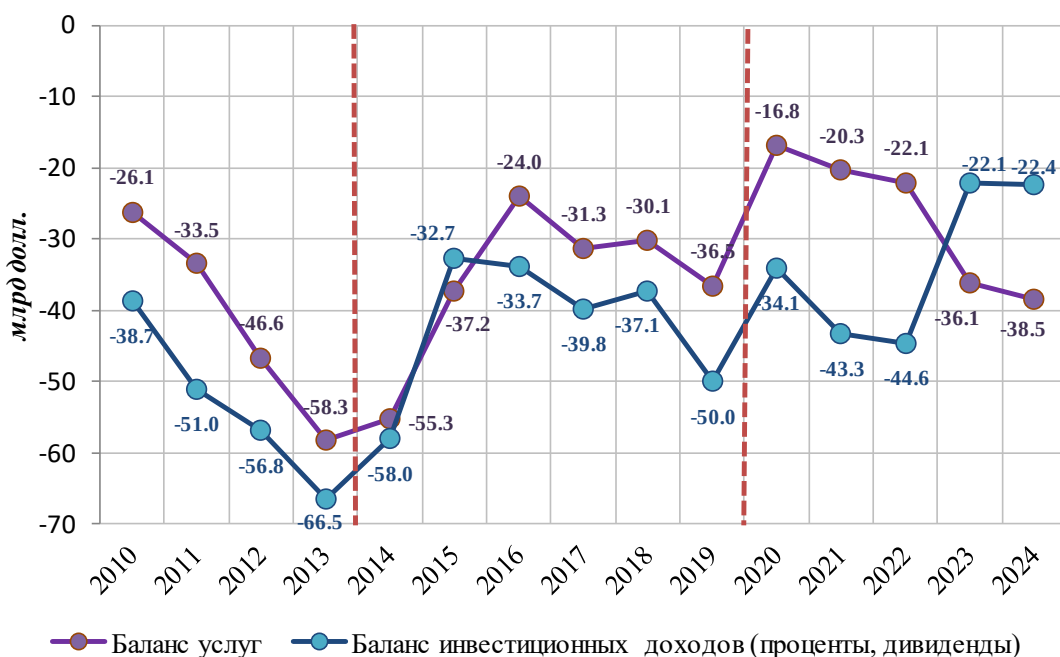


Рисунок 4 – Балансы услуг и инвестиционных доходов

Однако в «эпоху больших потрясений» (с 2020 г.) внешнеэкономическая сфера – как и вся экономика России – столкнулась с каскадом ещё более мощных шоков: пандемическим, геополитическим, беспрецедентными внешнеэкономическими санкциями.

Ключевыми характеристиками этого периода стали:

1) экстраординарные колебания экспорта товаров (так, если в период 2014-2019 гг. среднегодовой объем экспорта составлял 380-400 млрд долл., то в 2020 г. он резко сократился до 330 млрд долл., а в 2022 г. подскочил до 590 млрд долл.);

2) быстрый рост вложений в иностранные активы (суммарный объем инвестиций в иностранные активы по всем секторам экономики составил 330-340 млрд долл. в 2020-2024 гг., что почти в 2 раза выше аналогичного показателя, равного 160-170 млрд долл. в 2014-2019 гг.);

3) активное расходование официальных валютных резервов в 2020 г. и 2022-2024 гг. (после динамичного наращивания валютных резервов в 2017-2019 гг., в результате которого в совокупности за период они возросли на 120-130 млрд долл., суммарно в 2020 г. и 2022-2024 гг. объем валютных резервов сократился на 30-40 млрд долл.), что стало попыткой компенсации последствия реализовавшихся шоков.

Использование валютных резервов, с одной стороны, действительно позволило избежать еще более масштабного ослабления рубля и способствовало небольшому восстановлению среднегодовых объемов импорта, даже несмотря на санкции (до 280-290 млрд долл. в год в среднем за рассматриваемый период по сравнению с аналогичным показателем за 2014-2019 гг., равным 230-240 млрд долл.). Это можно воспринимать отчасти как относительно позитивное изменение, поскольку данный рост формировался не только под влиянием потребительского, но также и инвестиционного импорта.

Однако, с другой стороны, сокращением валютных резервов частично был профинансирован рост вывоза компаниями реального сектора капитала за рубеж (ежегодный чистый прирост иностранных активов нефинансового

сектора в 2020-2024 гг. составил в среднем 70 млрд долл., тогда как в предшествующем периоде 2014-2019 гг. – «всего лишь» 30-40 млрд долл.)².

В целом, проведенный анализ позволяет сказать, что адаптация платежного баланса России к шокам в период с 2020 г. по 2024 г. с точки зрения воспроизводства экономики имела двойственный характер – частично позитивный, частично негативный.

В частности, расширение импорта, наблюдавшееся в последние 3-4 года можно рассматривать, в основном, как позитивный факт потому, что его прирост происходил не только за счет увеличения потребительской³ компоненты, но и за счет инвестиционной.

Негативным результатом данного этапа адаптации к шокам, во-первых, является то, что к концу рассматриваемого периода российской экономике так и не удалось нарастить долю несырьевых товаров в совокупном объеме экспорта, а значит, экономика остается по-прежнему весьма зависимой от динамики мировых сырьевых рынков⁴.

Во-вторых, негативным последствием произошедших шоков стал заметный рост вложений российских резидентов в иностранные активы. Не скомпенсированные ростом внешних обязательств, вложения в иностранные активы привели к крупному чистому оттоку капитала из российской

² Отметим, что, при этом, не весь отток капитала стоит воспринимать в исключительно негативном ключе. Так, часть средств была направлена на инвестирование в теневой танкерный флот и обеспечение его функционирования (логистика, страхование и т.д.), необходимый для сохранения экспортных возможностей. Однако, эти инвестиции составили не более 10% от совокупного объема оттока.

³ Здесь стоит пояснить, что потребительский импорт не всегда имеет негативный характер с точки зрения развития отечественной экономики. Иногда, как в данном периоде для российской экономики, он имел и позитивный эффект потому, что позволял развиваться в режиме «импорт дополнения» в ряде секторов, включая ИКТ. Под развитием в режиме «импорт дополнения» подразумевается развитие в той части импортных товаров, которая при отсутствии внутреннего производства аналогичных товаров не создает им конкуренцию, а, напротив, позволяет развиваться отраслям внутри страны на основе импортируемых технологий. Однако, импорт в некоторых случаях может и вытеснять отечественную продукцию (например, в случае с автомобилем).

⁴ С точки зрения устойчивости платежного баланса, в целом такое неблагоприятное событие, как девальвация отечественной валюты, также является новой возможностью, поскольку оно повышает привлекательность отечественных товаров на мировых рынках, которые раньше оставались в пределах страны из-за недостаточной конкурентоспособности. Соответственно, это приводит к расширению экспорта, что в дальнейшем позволяет ликвидировать последствия девальвации и укрепить платежный баланс. Однако, в случае с российской экономикой эта возможность была упущена, за рассматриваемый период в условиях девальвации рубля не появилось дополнительных направлений экспорта, которые в дальнейшем могли бы повысить устойчивость российского платежного баланса.

экономики (450-460 млрд долл. в совокупности за период с 2020 г. по 2024 г. по сравнению с 290-300 млрд долл. за период с 2014 г. по 2019 г.).

Все это позволяет говорить о том, что с точки зрения формирования стабильного платежного баланса и справедливого курса рубля, а также модернизации российской экономики, на текущий момент существует масштабный незадействованный инвестиционный резерв, а именно – зарубежные активы нефинансовых предприятий.

До тех пор, пока тенденция чистого оттока средств (инвестиций) будет сохраняться, российская экономика будет оставаться чрезмерно зависимой от внешних условий, чувствительной к воздействию внешних шоков и подверженной высокой волатильности.

Таким образом, для улучшения данной ситуации необходимо предпринять дополнительные меры, которые будут направлены на сокращение масштаба оттока капитала из частного сектора. В частности, такими мерами могут стать: развитие рынков инструментов, позволяющих хеджировать финансовые риски; формирование у бизнеса комплексного представления о наиболее перспективных направлениях развития в российской экономике; усовершенствование института наследования.

Волатильность курса рубля

Несмотря на то, что своевременно предпринятые меры⁵ позволили предотвратить чрезмерное ослабление рубля, период с начала геополитического шока 2022 г. характеризуется резко возросшей волатильностью обменного курса рубля и показателей платежного баланса. Для сравнения, в этот период волатильность рубля заметно превышала аналогичный показатель для других развивающихся экономик (см. Рисунок 5).

⁵ Использование официальных валютных резервов, а также применение мер, направленных на ограничение оттока капитала, включающих в себя: запрет на операции по продаже ценных бумаг для нерезидентов и лимиты на операции с иностранной валютой как для нерезидентов, так и для резидентов.

Более того, хотя период адаптации к шокам уже закончился, волатильность рубля не возвращается к своему нормальному уровню даже в 2025 г. и остается более высокой, чем у стран со схожей сырьевой направленностью экспорта (Бразилия, ЮАР). Это свидетельствует о возможном недоиспользовании потенциала монетарных властей по стабилизации курса рубля, а также об отсутствии подстройки действующего бюджетного правила в части операций на валютном рынке к условиям, когда одновременно наблюдается снижение цены нефти, а давление на рубль действует в сторону его дальнейшего укрепления. Следовательно, для стабилизации сложившейся ситуации с повышенной волатильностью курса рубля должны быть предприняты дополнительные шаги.

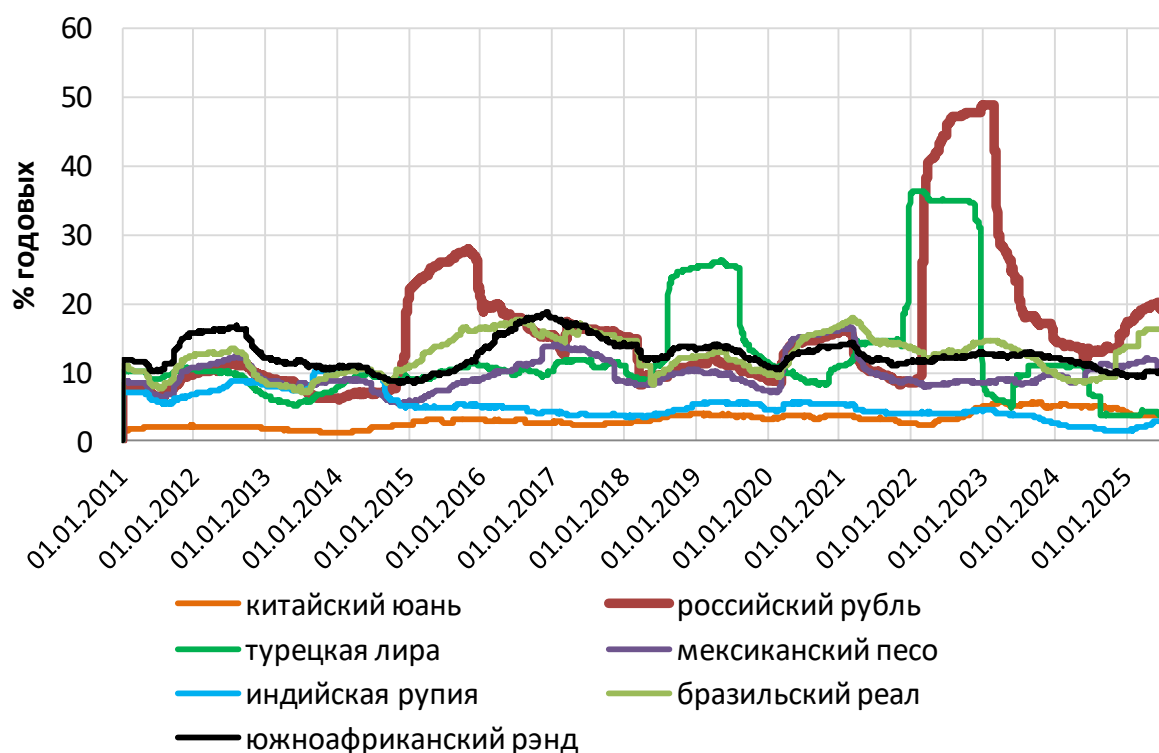


Рисунок 5 – Волатильность валют⁶ развивающихся стран за скользящий год за период 2010-2025 гг.

В целом, в «эпоху больших потрясений» колебания курса рубля были связаны как с задержкой поступления экспортных доходов, так и с временными лагами реакции курса рубля на предшествующую динамику импорта. Удлинение лагов прохождения средств в счет оплаты экспорта и

⁶ Курсы валют развивающихся стран к доллару США.

импорта во многом обусловлено возникновением все новых санкционных ограничений.

Особенно проблема высокой волатильности курса рубля усугубилась после введения санкций против Мосбиржи, которые привели к потере ликвидности внутрироссийского валютного рынка. Ведь на низколиквидном рынке любые (даже относительно небольшие) перекосы в балансе спроса и предложения валюты приводят к значительным отклонениям ее курса от фундаментально обоснованного уровня. Так, превышение объема предложения иностранной валюты над спросом на нее способствовало «переукреплению» рубля в первом полугодии 2025 г.

Низкому спросу на иностранную валюту на внутреннем российском валютном рынке в течение 2025 г. способствовали следующие факторы: 1) сжатие импорта товаров и услуг, связанное, в основном, с сезонным фактором; 2) продажи Банком России иностранной валюты в интересах Минфина России. При этом, произошедшее сокращение объема экспортных поступлений еще не успело в полной мере отразиться на предложении иностранной валюты из-за существенных временных лагов, связанных с поступлением экспортной выручки.

В настоящее время курс рубля переукреплен относительно его фундаментального уровня, формирующегося пропорциями внешней торговли (см. Рисунок 6). Соответственно, весьма вероятна его коррекция во втором полугодии 2025 г. в сторону ослабления. Так, текущее отклонение фактического курса от фундаментального уровня во многом связано с ожиданиями его дальнейшего укрепления и эффектом «спирали Кудрина».⁷

Триггером, ведущим к выходу из этой спирали, может стать сезонный рост импорта, который традиционно наблюдается в конце второго полугодия.

⁷ В условиях укрепления рубля для осуществления рублевых расходов экспортерам требуется продажа большего объема иностранной валюты, что, в свою очередь, приводит к новому витку укрепления рубля и, тем самым, запускает спираль.

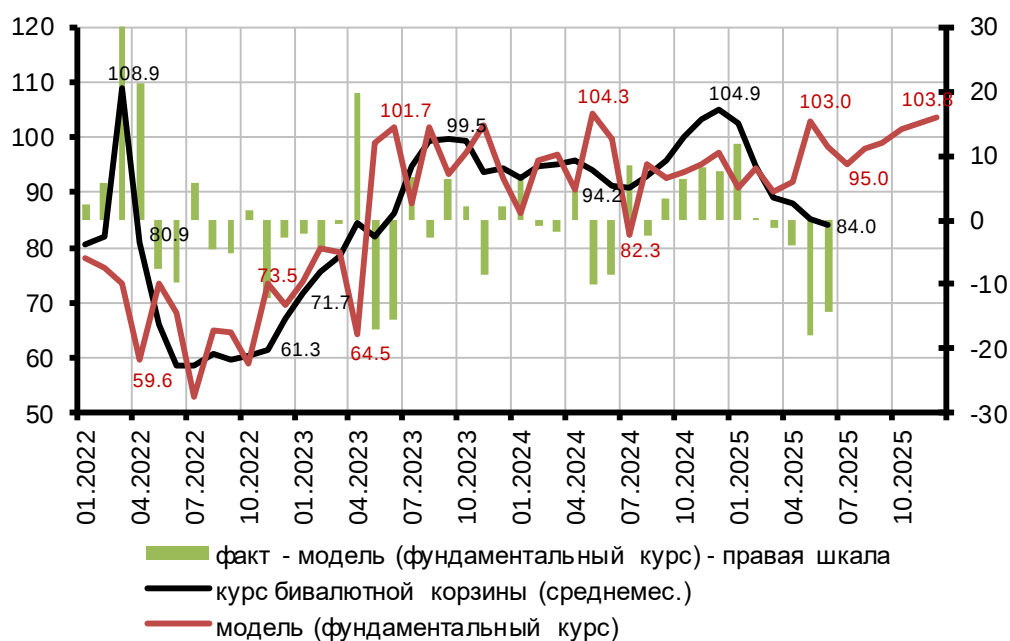


Рисунок 6 – Фундаментальный⁸ и фактический курс рубля к бивалютной корзине

Материал подготовили:

Ведущий эксперт Панкова В.А.

Руководитель направления Солнцев О. Г.

⁸ Фундаментальный курс рассчитан на основе эконометрической модели, построенной на данных за скользящий год как зависимость курса рубля к бивалютной корзине от экспорта и импорта товаров (с лагом, равным 4 месяцам).