**Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,**
старший экономист,
Sberbank CIB

# Бюджетная политика в центре внимания

Состояние платежного баланса России в 2016 г. не вызывает опасений. Сальдо счета текущих операций останется положительным, и приток валюты покроет основную часть выплат по внешней задолженности. Однако бюджетная политика, скорее всего, будет пересматриваться. Правительство должно адаптироваться к низкой цене на нефть. Можно ожидать не только снижения расходов бюджета, но и изменения налоговой нагрузки.

Итоги 2015 г. выглядят достаточно неплохо. Хотя среднегодовая цена на нефть снизилась на 45%, спад экономики составил всего 3.7%. Это гораздо лучше, чем спад на 7.8% в 2009 г., когда цена на нефть упала на 35%. Профицит счета текущих операций даже увеличился до $65.8 млрд в 2015 г. против $58.4 млрд в 2014 г. Произошло это за счет резкого сокращения потребления импортных товаров и услуг, а также улучшения баланса по процентным платежам. Последнее обстоятельство было связано во многом со снижением внешнего долга до $515 млрд на конец 2015 г., что естественным образом снизило и процентные платежи. Дефицит бюджета составил менее 2 трлн руб., что оказалось гораздо ниже пессимистичного прогноза Минфина, ожидавшего в начале осени дефицита в 2.7 трлн руб. Суммарный объем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (ФНБ) в начале 2016 г. был на уровне $121.7 млрд, что позволяет правительству не беспокоиться относительно источников финансирования дефицита бюджета в 2016 г., уровень которого будет зависеть от цен на нефть, и дает возможность спокойно подкорректировать бюджетную политику с учетом новых реалий на нефтяном рынке.

В целом можно констатировать, что Банк России удачно справлялся с ситуацией на валютном рынке во второй половине 2015 г. и начале текущего. Радикальное снижение цены на нефть в этот период — с $54 за баррель в августе до $30 за баррель и даже ниже в январе, то есть на 45% — не могло не привести к девальвации рубля. Это движение было вполне сопоставимо со снижением цены на нефть на 45% в сентябре-декабре 2014 г. (со $103 до $57 за баррель). Однако процесс девальвации протекал гораздо спокойнее в 2015 г. и начале 2016 г., да и масштабы девальвации были умереннее — 33% в номинальном

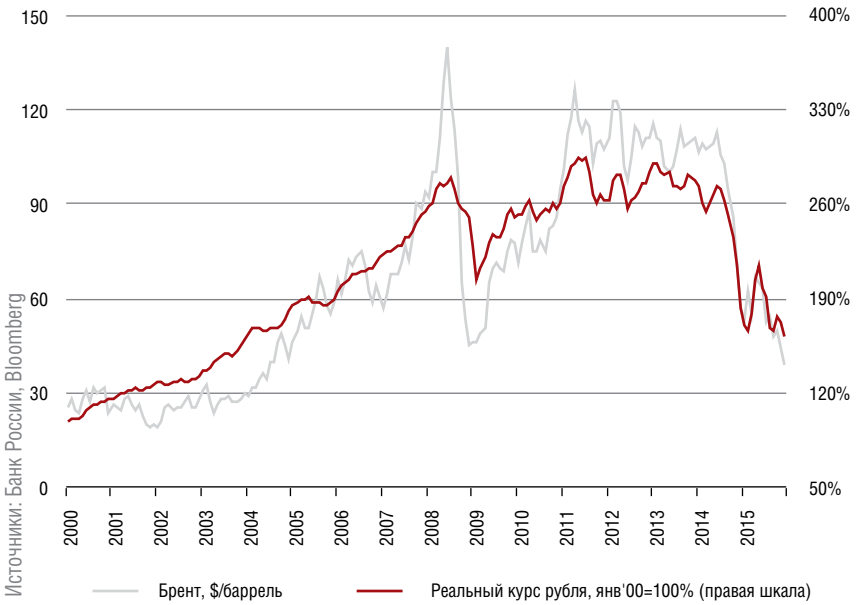


**Рисунок 1**
Соотношение цены на нефть и реального курса рубля

ОТСУТСТВИЕ ИНТЕРВЕНЦИЙ СО СТОРОНЫ БАНКА РОССИИ УКАЗЫВАЕТ НА ТО, ЧТО РУБЛЬ В КАЖДЫЙ МОМЕНТ ВРЕМЕНИ ОЦЕНЕН РЫНКОМ СПРАВЕДЛИВО

выражении этой осенью-зимой против 52% в среднем в сентябре-декабре 2014 г., причем в середине декабря 2014 г. обменный курс доходил до 80 руб. за доллар, что означало более чем двукратную девальвацию рубля по сравнению с августом. Снижение цены на нефть неизбежно приводит к девальвации рубля даже в реальном выражении (то есть с учетом внутренней инфляции). Задача Банка России — минимизировать издержки девальвации.

Фундаментальное отличие этих двух примеров девальвации заключается в действиях Банка России. Действительно, в 2014 г. банк пытался провести политику управляемой девальвации, продавая валюту из золотовалютных резервов. Эта политика давала однозначный сигнал рынку о том, что рубль недооценен и будет падать. Ежедневные интервенции указывали: как только Банк России их прекратит, рубль девальвируется еще глубже. К ноябрю 2014 г. Банк России осознал, что его усилия лишь подогревают спекулятивный интерес к рублю, а снижение золотовалютных резервов финансирует отток капитала. Интервенции были прекращены, но на денежном рынке продолжалось масштабное вливание ликвидности. В условиях девальвационных ожиданий львиная доля этой рублевой ликвидности направлялась на валютный рынок и дестабилизировала его. Очередное такое вливание привело к масштабной девальвации рубля в декабре 2014 г., после чего политика кардинально поменялась.

Нынешняя относительная стабильность на валютном рынке (по крайней мере, обменный курс рубля колеблется с амплитудой намного ниже колебаний цен на нефть) — результат комбинированного использования свободного плавания рубля и разумного ужесточения на денежном рынке. Отсутствие интервенций со стороны Банка России указывает на то, что рубль в каждый момент времени оценен рынком справедливо. Если у кого-то есть сомнения в этом, он может попытать счастья, но играть он будет в одиночку против рынка. Да и рублевые средства для такой игры оказываются слишком дорогими. Все это приводит к тому, что спекулятивные атаки на рубль очень быстро утихают. Периодически на фоне очередного снижения цен на нефть появляются комментарии, утверждающие, например, что при курсе 90 руб. за доллар Банк России уж точно пойдет на интервенции. Проблема в том, что интервенции Банка неспособны поднять цену на нефть, а следовательно и удержать рубль на уровне более высоком, чем его оценивает рынок. Это делает интервенции Банка России бессмысленными не только при курсе 90 руб. за доллар, но даже и при 95 руб. за доллар — и даже 100 руб. за доллар. Как раз отсутствие интервенций и контроль за рублевой ликвидностью позволяют делать девальвационные переходы при снижении цены на нефть наименее болезненными для экономики.

Отметим также, что состояние платежного баланса не внушает опасений. Даже при цене на нефть в районе $30 за баррель в 2016 г. сальдо счета текущих операций останется положительным и может превысить $35 млрд. При этом чистое погашение внешнего долга в 2016 г., по нашим оценкам, составит не более $45 млрд. При общей сумме погашения долга порядка $95 млрд около $50 млрд может быть рефинансировано, поскольку часть долга носит внутрикорпоративный характер. Таким образом, счет текущих операций покрывает львиную долю валютных средств, необходимых для погашения внешнего долга, а остальное можно добрать за счет снижения иностранных активов банков и компаний. Важным также является тот факт, что в 2015 г. не наблюдалось оттока капитала из страны — кроме того, что был использован на погашение внешнего долга.

ОТСУТСТВИЕ ИНТЕРВЕНЦИЙ СО СТОРОНЫ БАНКА РОССИИ УКАЗЫВАЕТ НА ТО, ЧТО РУБЛЬ В КАЖДЫЙ МОМЕНТ ВРЕМЕНИ ОЦЕНЕН РЫНКОМ СПРАВЕДЛИВО

Связано это было с двумя факторами. Во-первых, доходы в долларовом эквиваленте сократились, что естественным образом снизило возможности инвесторов выводить капитал из страны. Во-вторых, возросшая геополитическая напряженность и антироссийские санкции продемонстрировали, что риски могут быть связаны не только с макроэкономической устойчивостью. Подводя итоги, можно сказать, что политика Банка России на валютном рынке и состояние платежного баланса позволяют рассчитывать на относительную стабильность обменного курса. Отметим, впрочем, что незначительная девальвация возможна даже при фиксированной цене на нефть, поскольку внутренняя инфляция остается высокой. В данном контексте под стабильностью скорее понимается предсказуемость поведения обменного курса и отсутствие резких скачков, имевших место в 2014 г.

Однако изменения в сфере бюджетной политики выглядят весьма вероятными. Из положительных тенденций отметим тот факт, что зависимость доходов бюджета от цен на нефть уменьшается, так как при снижении цены на нефть уменьшается доля нефтегазовых доходов в общих бюджетных поступлениях. Однако верно и то, что уровень расходов бюджета кажется слишком высоким для нынешних макроэкономических реалий. При цене на нефть около $30 за баррель дефицит бюджета может составить чуть менее 4 трлн руб., или $45 млрд. Эта сумма вполне может быть профинансирована за счет Резервного фонда, но в этом случае от него к концу года практически ничего не останется. У правительства есть еще ФНБ. Его вполне хватит еще на один год финансирования подобного дефицита. Тем не менее, становится очевидно: бюджетная политика должна меняться. Образно выражаясь, существующее на настоящий момент налогообложение и уровень расходов были рассчитаны с учетом цены на нефть выше $50 за баррель. Сейчас же нельзя исключать того, что цены в течение достаточно длинного периода окажутся ниже $30 за баррель.

Скорее всего, изменения будут затрагивать как расходы бюджета, так и доходы. Правительство уже анонсировало возможность секвестра бюджета в 2016 г. В будущем можно ожидать, что номинальные расходы бюджета будут расти темпами ниже инфляции. Это позволит сократить их в реальном выражении и как долю в ВВП, если экономика опять начнет расти, что возможно при стабилизации цен на нефть. Кроме того, можно ожидать и роста налогообложения. Традиционными целями Минфина, скорее всего, могут стать экспортеры, и в первую очередь это касается нефтегазового сектора.

Внешняя конъюнктура изменилась. Никто не знает, где будут цены на нефть. То, что еще год назад казалось невероятным (например, $30 за баррель), сегодня реальность. Может быть, к концу года цена поднимется до $50 за баррель, а может быть, упадет до $20. Вопрос не в том, чтобы угадать цену. Вопрос в том, чтобы понять, что с нами будет происходить в том или ином случае. В сущности, нерешаемых проблем у России нет. Страна в состоянии выплачивать внешний долг. Банк России выработал алгоритмы политики, позволяющие снизить издержки девальвации. Наибольшие усилия, очевидно, потребуются в области бюджетной политики.

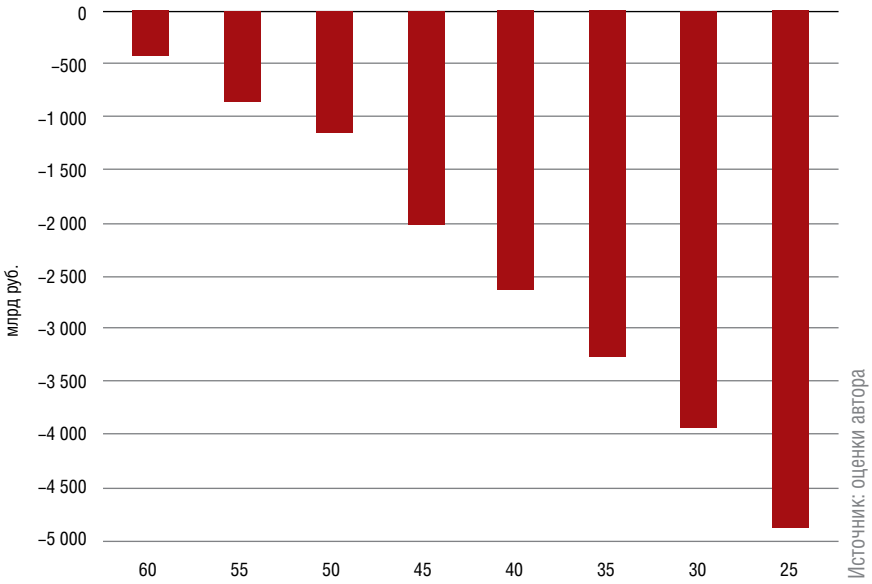


**Рисунок 2**
**Дефицит бюджета в 2016 г. при различных сценариях движения цен на нефть**

ТРАДИЦИОННЫМИ ЦЕЛЯМИ МИНФИНА МОГУТ СТАТЬ ЭКСПОРТЕРЫ, И В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ЭТО КАСАЕТСЯ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА