

Мягкому рублю падать не больно

Вавилов А.П., Трофимов Г.Ю.

журнал «Коммерсантъ-Власть», июль 1998.

1. Что стоит за недоверием рынка?

В конце июня всех неприятно удивило то, что положительные новости о переговорах с МВФ не улучшили ситуацию на финансовых рынках. Наоборот, произошло снижение цен рублевых активов, повлекшее повышение ставки рефинансирования с 60 до 80%. Возможно сыграл роль эффект конца полугодия, связанный с подведением балансов и снижением открытых позиций. Согласно же версии, высказанной официальным лицом, рынки заранее учли положительные новости, а когда обещанное стало фактом, поспешили отыграть обратно из-за недостатка доверия к обязательствам правительства.

Степень доверия к властям – весьма расплывчатое понятие. Например, иногда довольно трудно оценить влияние таких факторов, как состояние политического климата в стране или приверженность властей провозглашенному курсу. Однако, в нынешних условиях вопрос о доверии Российскому правительству решается на основе простых расчетов, сопоставляющих обязательства государства и возможности их выполнения.

Речь идет не только о дефиците бюджета и угрозе долговой ловушки. Как известно, внутренний долг России в части рыночных инструментов составляет 14% ВВП, что не так много по международным стандартам. Проблема в том, что кризис государственного долга в открытой экономике рано или поздно приводит к ухудшению состояния ее платежного баланса. Скорее всего, для России данная связь в полной мере проявится уже в текущем году. Чем дольше сохраняется кризис на рынке инструментов госдолга, тем меньше шансов выйти из этой ситуации, сохранив твердый рубль, даже имея на руках многомиллиардный стабилизационный кредит МВФ.

Наш прогноз ключевых статей платежного баланса на 1998 год приводит к весьма пессимистическим выводам, подтверждающим остроту проблемы доверия. Если цены на энергоносители не вырастут, то сальдо торгового баланса составит в этом году 8-9 млрд. долл. Однако ухудшение внешнеторговой позиции России - уже далеко не самый главный вопрос для системы государственных финансов. Если правительство не предпримет экстренных мер, то процентные выплаты нерезидентам должны, по нашим оценкам, вырасти на 45% и составят 12.3 млрд. долл. С учетом отрицательного баланса услуг 4-5 млрд. долл. в текущем году произойдет резкое уменьшение сальдо текущих операций до - 7-8 млрд. долл. или - 1.7% ВВП.

Согласно принятым МВФ критериям, это не так много. Опасным признается дефицит по текущим операциям, превышающий 5% ВВП. Однако в данном случае проблема не в абсолютном уровне дефицита, а в резком его увеличении. Напомним, что в 1997 г. баланс данного счета был положительным и составлял 3.3 млрд. долл.

Прогнозные оценки по статьям финансового счета платежного баланса также не дают оснований для оптимизма. Если предположить, что Россия уже в текущем году получит от МВФ 10 млрд. долл., то отрицательному текущему счету можно будет противопоставить не более 2-3 млрд. долл. по статьям движения капиталов. При сохранении дефицита по статье "чистые ошибки и пропуски" на прошлогоднем уровне - 7 млрд. долл. снижение валютных резервов России в текущем году должно составить от 12 до 13 млрд. долл. Иными словами, к концу года произойдет их значительное исчерпание, если, конечно, к тому времени не изменится действующий курсовой режим. Таким образом, 10 – миллиардный стабилизационный кредит не позволит избежать обострения валютного кризиса и девальвации рубля. Рассчитывать на более серьезную помощь не следует из-за финансовых трудностей в МВФ и усиливающегося политического противодействия в конгрессе США.

Приведенный прогноз финансового счета платежного баланса обусловлен, во-первых, значительным снижением портфельных инвестиций в Россию в текущем году, и, во вторых, возросшими потоками конвертации рублевых активов и нарастающей утечкой капитала. Здесь полезно напомнить, что в 1997 г., то есть на пике финансового бума, сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами достигало 5.7 млрд. долл. Годом раньше, в ситуации политической неопределенности, оно было существенно отрицательным: - 6.8 млрд. долл. Последняя цифра приблизительно соответствует нашим постатейным оценкам финансового счета на 1998 год, не учитывающим возможность привлечения 10-миллиардного стабилизационного кредита.

Наши расчеты платежного баланса не претендуют на точность, однако, в какой то мере объясняют мрачные настроения финансовых рынков. Возможно, что инвесторы по опыту других стран знают, что кредиты международных организацией не могут служить панацеей в ситуации острого кризиса

платежного баланса. Такая помощь может снять панические настроения и дать правительству время на принятие экстренных оздоровительных мер. Однако это не гарантирует увеличения налоговых поступлений на 3-4 млрд. руб. в месяц в экстремально сжатые сроки. Только при таких результатах принятие антикризисной программы дает России шанс выйти из кризиса без экономических потрясений.

2. Что даст девальвация рубля?

Снижение курса рубля повысит рублевый эквивалент экспортных доходов, увеличив поступления в бюджет. Произойдет некоторое снижение импорта, особенно по высокоэластичным товарным группам. Это даст временное облегчение положения тех отечественных товаропроизводителей, которые еще способны конкурировать на внутреннем рынке с импортерами. Однако из-за падения реальных доходов населения произойдет общее снижение потребительского спроса, в результате чего в проигрыше окажутся как иностранные, так и отечественные товаропроизводители.

Снижение курса рубля не станет катастрофой для реального сектора экономики, но и не создаст дополнительных стимулов к росту ВВП. Мировой опыт показывает, что ни одной стране не удавалось достичь сколько-нибудь серьезных успехов в экономическом развитии благодаря слабости национальной валюты. Скорее, наоборот, при первых успехах мероприятий, благоприятствующей росту, происходит ее утяжеление в связи с притоком иностранных инвестиций в производство. Поэтому с точки зрения стратегии развития девальвация рубля представляет собой лишь временную меру, неизбежную в ситуации обострения кризиса платежного баланса и исчерпания официальных валютных резервов.

Негативная сторона данной меры в том, что произойдет снижение долларовой эквивалента финансовых портфелей населения. С политической точки зрения – это наиболее болезненная проблема, равно как и повышение цен импортируемых товаров. Однако не пересмотр валютного курса делает население страны беднее, а те неблагоприятные события, которые являются его причиной. Фактически население России понесло ощутимые потери с падением мировых цен на энергоносители, а также из-за неспособности правительства распутать узел финансовых проблем, накопившихся с 1996 года.

Цены неэкспортируемых товаров после девальвации также повысятся, однако совсем не обязательно, что их скачок в точности повторит рост курса доллара. Как правило, с падением номинального курса национальной валюты происходит заметное снижение ее реального курса, что, собственно, и дает выигрыш отечественным производителям. Точно так же совсем необязательно раскручивание инфляционных процессов. Девальвации разной степени жесткости происходили во многих странах, однако, далеко не всегда они сопровождались отказом монетарных властей от жесткой кредитно-денежной политики.

Однако из-за слабости российских финансовых институтов нет полной уверенности в сохранении ограничительного режима внутреннего кредитования. Чтобы избежать системного кризиса в банковской сфере, Центральный банк будет вынужден пойти на ослабление этого режима. В такой ситуации роль этого органа резко изменится, так как основной его задачей будет сохранение банковской системы. Однако речь не идет о начале систематических денежных вливаний в производственный сектор, характерных для первых трех лет реформ. Вряд ли в случае девальвации рубля позиция ЦБР окажется настолько слабой, чтобы стали реальностью двузначные темпы месячной инфляции. Но даже селективное кредитование так называемых социально значимых банков может повлечь многомиллиардную рублевую эмиссию, что, конечно, даст инфляционный эффект. Основная задача монетарной власти в том, чтобы как можно быстрее его нивелировать, сохранив стабильность нового режима обменного курса.

Последствия девальвации для финансовых рынков России связаны с вопросом об отношении инвесторов к обязательствам российского правительства. Считается, что девальвация подорвет их доверие и заставит их надолго забыть об инвестициях в российские активы. Однако было бы наивно думать, что нерезиденты, начиная вкладывать в российские бумаги, безгранично доверяли провозглашенной курсовой политике, и что они будут продолжать доверять ей вплоть до возможного пересмотра действующего режима. Выходя на российские финансовые рынки, они в полной мере учитывали весь "букет" рисков, включая и валютный. Вопрос в другом, а именно, насколько новый курс рубля будет отвечать ожидаемым в дальнейшем изменениям в платежном балансе. Если соответствие курсового режима и ожиданий будет достигнуто, то нельзя исключить новый приток прямых и портфельных инвестиций в Российскую экономику. Как и раньше, в ценах рублевых финансовых активов отразится валютный риск. Однако вряд ли премия за этот риск будет намного выше уровня двухлетней давности.

На наш взгляд, девальвация не станет катастрофой для экономики России, однако, это не означает, что нет смысла предпринимать решительные шаги по выходу из кризисной ситуации. Положительная

сторона назревающего валютного кризиса в том, что правительство оказалось в ситуации форс-мажора и вынуждено предпринимать хотя бы в экстренном порядке давно назревшие меры. А любые усилия по увеличению налоговых поступлений никогда не бывают напрасными.

3. Можно ли избежать девальвации?

Фундаментальная причина нынешнего кризиса заключается в ожидаемом резком снижении сальдо счета текущих операций. Даже если благодаря кредитам международных организаций удастся погасить панические настроения рынка, во втором полугодии правительству так или иначе необходимо добиваться позитивных сдвигов в состоянии платежного баланса.

Но в данном случае возможности правительства очень ограничены. Воздействуя на платежный баланс методами торговой политики, государство в состоянии лишь несколько снизить импортные потоки, увеличив таможенные пошлины. Но, во-первых, подобный шаг отразится на российском экспорте из-за ответных ограничительных мер. Во-вторых, увеличение сальдо торгового баланса при сохраняющейся неопределенности относительно курса рубля приведет лишь к дополнительной утечке капитала, не устранив угрозы исчерпания валютных резервов.

Главное направление антикризисной деятельности, на котором необходимо достичь быстрых результатов, - снижение стоимости обслуживания внутреннего долга примерно до 30% к концу третьего квартала. Единственная экстренная мера, позволяющая достичь такой цели, это выкуп правительством наиболее дешевых выпусков, оплата которых предстоит в ближайшие полгода - год. Вывод из обращения порядка 15-20% стоимости обращающихся инструментов внутреннего долга позволил бы снизить доходность этих инструментов до уровня 25-30%. Фактически такой результат означал бы стабилизацию внутреннего долга.

Источником такой операции могло бы стать расширение эмиссии еврооблигаций на 10-12 млрд. долл. уже в текущем году, в том числе за счет свопа на ГКО. Конечно, на рынке внешних займов следует действовать с осторожностью, подкрепляя каждую новую эмиссию вескими доводами, демонстрирующими реальные положительные сдвиги в проведении фискальной реформы. Тем не менее, стоимость обслуживания внешних займов будет на порядок меньше платежей по внутреннему долгу. Не следует к тому же исключать и новых заоблачных скачков процентных ставок, если власти будут продолжать твердить о твердом рубле, не принимая конкретных мер по исправлению ситуации с платежным балансом.

Меры по реструктуризации государственного долга носят краткосрочный характер. Они должны быть нацелены на перенос выплат по коротким займам на более далекие сроки и неотложное исправление ситуации. Намеченные правительственной программой меры по увеличению налоговых поступлений имеют более долгосрочную направленность. Увеличение налоговых поступлений как минимум на 50-60 млрд. руб., заложенное в антикризисной программе правительства, в принципе могло бы обеспечить необходимое сокращение долговых обязательств. Однако федеральная власть может претендовать лишь на часть этих дополнительных доходов, причем не самую большую. Основными получателями этих доходов будут региональные и местные бюджеты. Перераспределение поступлений, например, с НДС или подоходного налога в пользу центра натолкнется на сопротивление региональных элит. Снижение трансфертов регионам в качестве компенсирующей меры также вызовет резкое противодействие.

Поэтому не стоит ставить слишком амбициозных целей перед принимаемыми правительством мерами в области фискальной политики. Реальная задача, которую вполне можно реализовать в ближайшие год-два, заключается в достижении сбалансированности доходов и непроцентных расходов бюджета, то есть в обеспечении нулевого первичного дефицита. За этот срок можно провести более глубокую реструктуризацию и уменьшение стоимости обслуживания государственного долга. Только тогда можно будет перейти к его обслуживанию за счет текущих доходов государства, обеспечив, если необходимо, полную сбалансированность бюджета.

В любом случае правительство не должно останавливаться в реализации предложенных мер и поиске новых путей выхода из кризиса. При этом необходимо обеспечить максимальную прозрачность всех решений и действий властей. Инвесторы опасаются вкладывать в российские бумаги не только из-за ухудшения платежного баланса, но и потому, что им не вполне ясна политика государства в управлении госдолгом. Каким бы не был исход борьбы за рубль, правительству необходимо четко сформулировать основные принципы и цели данной политики, сделать понятными способы достижения целей. Это направление антикризисной деятельности должно быть таким же приоритетным, как и повышение собираемости налогов. Правительству следует уже сейчас принять необходимые экстренные меры в области управления госдолгом, чтобы обеспечить выполнение всех своих краткосрочных обязательств в случае девальвации рубля.

Платежный баланс России в 1995-1998 гг. (млрд. долл).

	1995	1996	1997	1998 (оценка*)
<i>1. Счет текущих операций</i>	9.5	12.1	3.3	-7.8
1.1. Торговый баланс	21.5	23.1	17.3	9
1.2. Баланс услуг	-8.7	-5.7	-5.1	-4.5
1.3. Баланс инвестиционных доходов и оплаты труда	-3.3	-5.2	-8.4	-12.3
<i>2. Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами</i>	-1.4	-6.8	5.7	2.5
<i>3. Чистые ошибки и пропуски</i>	-8.1	-8.1	-7.2	-7
<i>4. Изменение валютных резервов**</i>	-10.3	2.8	-1.8	12.3

* с учетом выделения России стабилизационного кредита в 10 млрд. долл. в 1998 г.

** "+" - снижение, "-" - рост.