

железнодорожный транспорт (6,8%, оценка), яйца (7,4%) и плодоовощную продукцию (2,7%). Впрочем, и значение показателя базовой инфляции выросло в марте на 0,15 п.п. – до 0,58% – за счёт ускорения роста цен на базовые услуги и непродовольственные товары, хотя в обеих группах ускорение роста и не является индикативным. Так, из 0,29 п.п. прироста индекса по услугам 0,24 п.п. являются следствием индексации тарифов городской связи на 4,6%. А из 0,10 п.п. прироста по непродовольственным товарам 0,04 п.п. вызваны увеличением темпа роста цен на табачные изделия (с 2,0 до 2,9%): по кошелькам потребителей ударили существенно возросшие с 1 января акцизы. Ещё спокойнее ситуация в продовольственном сегменте, рост базового индекса цен по которому уже третий месяц подряд составляет 0,56%.

На сохранение темпов инфляции на текущих уровнях 0,4–0,5% указывают и внешние факторы: мировые цены на продовольствие в течение вот уже полугода неизменно снижаются. Что действительно способно разогнать инфляцию в ближайшие месяцы, так это ожидаемый подъем цен на бензин и дизельное топливо после завершившегося предвыборного моратория, а также грядущая с 1 июля индексация тарифов естественных монополий.

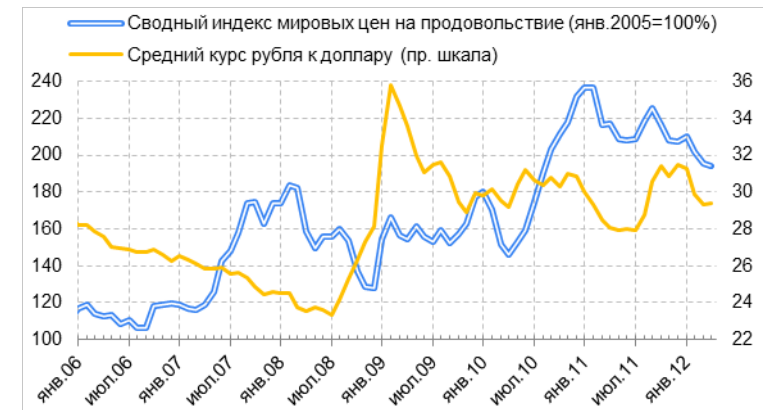
*Николай Кондрашов*

## Платежный баланс

### 3. Российские банки и население не верят в рубль

*Банк России опубликовал оценку платежного баланса за первый квартал 2012 г. В условиях благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках текущий профицит вырос до рекордного уровня 42 млрд. долл., но при этом он практически полностью был компенсирован мощным оттоком капитала в объеме 35 млрд. долл. – наиболее активны были банки и население.*

**Рис 2.2. Внешние факторы, влияющие на инфляцию**



*Примечание:* расчёт сводного индекса мировых цен на продовольствие производится путём взвешивания рублёвых мировых цен на различные продовольственные товары весами Росстата, используемыми для расчёта российской инфляции

*Источник:* Росстат, Банк России, СМЕ, расчёты Центра развития.

*Рекордный текущий профицит не должен вводить в заблуждение. Высокие цены на нефть и сезонное сокращение импорта, безусловно, повысили устойчивость платежного баланса. Но при этом возросшая зависимость российской экономики от нефтяной иглы и низкая инвестиционная привлекательность стали причиной роста оттока капитала из страны.*

Анализ платежного баланса позволяет выделить следующие тенденции.

1. Сохраняется высокая зависимость от экспорта углеводородов и тенденция к росту нетопливного экспорта.

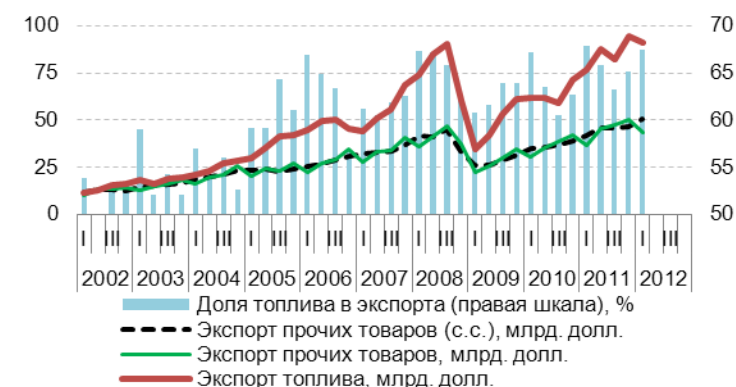
Едва превысив в предыдущем квартале докризисные рекордные уровни, российский экспорт приостановил свой рост, составив 134,7 млрд. долл. в первом квартале (на 5% ниже уровня четвертого квартала 2011 г.). Экспорт топлива составил около 91 млрд. долл.<sup>2</sup>, а его удельный вес вырос до 67,5% (рис. 3.1), немногим уступая максимальному показателю первого квартала 2011 г. Стоимость экспорта нетопливных товаров в первом квартале снизилась до 44 млрд. долл. по сравнению с рекордным уровнем 50 млрд. долл. кварталом ранее (рис. 3.1).

Однако после устранения сезонности тенденция к росту сохраняется. Со второго квартала 2009 г. ежеквартальный рост нетопливного экспорта колеблется от 0,5 до 10% (в начале текущего года – на 8%). Более того, МЭР считает эту тенденцию долгосрочной, при которой стоимость нетопливных товаров может вырасти в 2,5 раза к 2020 г. Но даже в этом случае говорить о формировании новой диверсифицированной экономики преждевременно, – это всего лишь возвращает нас к прошлому. Если предположить, что стоимость экспорта углеводородов не изменится к концу десятилетия, на долю остальных товаров будет приходиться 57% всего экспорта – т.е. примерно на уровне пропорций 1996–1999 гг.

2. В начале 2012 г. вновь возобновился рост импорта после временной паузы во второй половине прошлого года.

<sup>2</sup> Экспорт топлива снизился на 4% к предыдущему кварталу, а к предыдущему году – вырос на 18%. При этом цены на нефть выросли соответственно на 5 и 12%.

**Рис. 3.1. Стоимость экспорта, млрд. долл.**



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Стоимость импорта в первом квартале составила 73 млрд. долл., увеличившись на 8% к предыдущему кварталу после устранения сезонности (рис. 3.2)<sup>3</sup>. Если укрепление рубля и рост потребительского кредитования продолжатся, российская экономика в текущем году может вновь ощутить импортный бум. И в этом случае избежать снижения торгового сальдо не удастся.

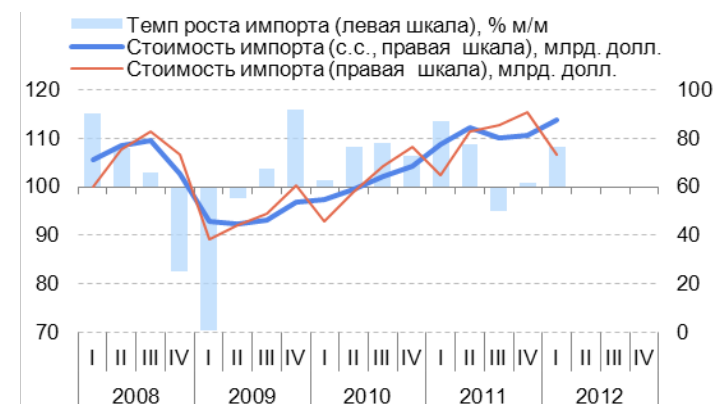
### 3. Ускорился рост дефицита по неторговым операциям.

Совокупное отрицательное сальдо услуг, доходов и текущих трансфертов в первом квартале составило 19 млрд. долл. (рис. 3.3). В середине прошлого года рост дефицита по этим статьям платежного баланса приостановился, однако уже в четвертом квартале появились первые признаки роста (в пределах 3% к предыдущему кварталу с исключенной сезонностью), а в начале текущего года рост ускорился до 10%. Если раньше одной из основных причин роста неторгового дефицита были выплаты инвестиционных доходов нерезидентам (главным образом, за счет выплат от участия нерезидентов в капитале российских компаний), то нынешний рост вызван возросшим дефицитом услуг за счет опережающего роста их импорта. Есть все основания предполагать, что в дальнейшем рост дефицита может еще больше ускориться: Газпром по итогам прошлого года выплатит самые большие дивиденды; о росте дивидендов объявил Лукойл; крупнейшие энергетические компании пообещали выплачивать акционерам определенную долю чистой прибыли. Более того, Минэкономразвития и Минфин договорились о новом дивидендном правиле для государственных компаний: планируется, что они должны будут отдавать своим акционерам не менее 25% чистой прибыли по РСБУ.

В целом за первый квартал положительное сальдо счета текущих операций (СТО) превысило 42 млрд. долл.: рост на 37% к прошлому году и в полтора раза – к предыдущему периоду. В то же время с учетом сезонного сглаживания импорта, нетопливного экспорта и сальдо неторговых операций профицит СТО в начале текущего года снизился по сравнению с четвертым кварталом прошлого года.

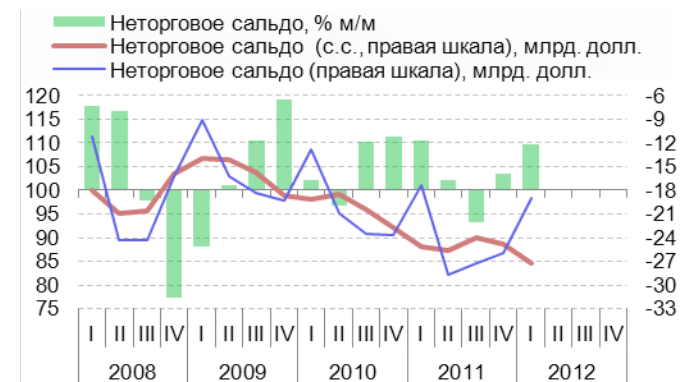
<sup>3</sup> Основной рост импорт произошел в январе – на 16% с устраненной сезонностью. В феврале рост импорта замедлился до 2%, а в марте – снизился почти на 8%.

**Рис. 3.2. Стоимость импорта, млрд. долл.**



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

**Рис. 3.3. Сальдо неторговых операций**



Примечание: неторговые операции – услуги, инвестиционные доходы, оплата труда и текущие трансферты.

Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

4. Сохраняется тенденция к росту вложений частного сектора в зарубежные активы.

Высокий отток капитала не стал сюрпризом. Уже привычными стали ежемесячные оценки Банка России и МЭР. Вся интрига заключалась в соотношении финансовых потоков в страну и за рубеж, а также в каналах вывода капитала. Данные платежного баланса дают ответы на все эти вопросы.

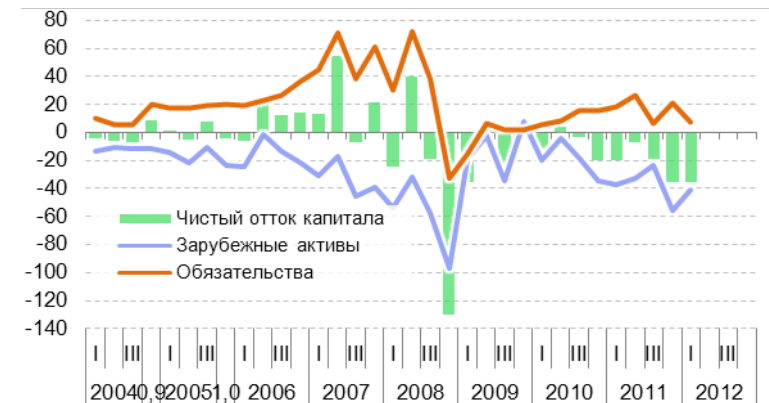
Совокупные вложения предприятий, банков и населения в зарубежные активы в первом квартале 2012 г. составили 42 млрд. долл. Более интенсивный отток капитала в конце прошлого года (56 млрд. долл., рис. 3.4) был связан с аномально высокими прямыми инвестициями российских компаний за рубеж и торговыми кредитами нерезидентам. Динамика этих вложений в настоящее время сильно напоминает предкризисную. Тогда также наблюдался необычный всплеск сначала прямых инвестиций, а потом и торговых кредитов. К тому же впервые с момента кризиса население стало аккумулировать наличную валюту. Из всего этого, конечно, не следует, что кризис вскоре повторится, но пока нет и оснований ожидать изменения тенденции к росту вложений в зарубежные активы, наблюдаемой с конца 2009 г.

5. Приток в страну иностранных инвестиций по-прежнему крайне мал и происходит в основном за счет роста внешнего долга.

В первом квартале 2012 г. частный сектор привлек в страну лишь 6 млрд. долл., что в разы уступает объему привлечения капитала в предыдущем квартале и годом ранее (рис. 3.4). Причиной этого стало сокращение обязательств (не обязательно долговых) банковского сектора перед нерезидентами на 7 млрд. долл., что обычно происходит в условиях кризиса (внешнего или внутреннего).

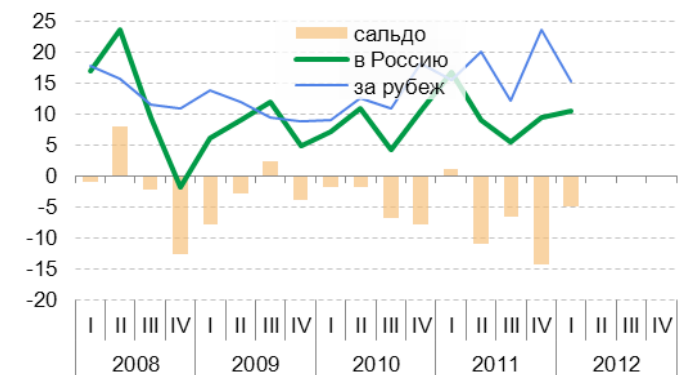
Предприятия, в отличие от банков, весьма активно привлекали иностранные инвестиции: их прирост составил 14 млрд. долл. Это примерно соответствует среднему уровню за предыдущие пять кварталов, но в два-три раза меньше докризисного инвестиционного бума 2007 г. – начала 2008 г. Однако по-прежнему

Рис. 3.4. Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.



Источник: Банк России.

Рис. 3.5. Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.



Источник: Банк России.

основу притока капитала составляют заимствования; даже рост прямых инвестиций из-за рубежа (рис. 3.5) формируется в основном за счет кредитов прямых инвесторов<sup>4</sup>.

В результате второй квартал подряд чистый отток капитала не опускается ниже 35 млрд. долл. (рис. 3.4). Фактически с июля прошлого года весь приток валюты по текущим операциям «уходит» в отток капитала частного сектора за рубеж. По всей видимости, такая структура платежного баланса (при неизменной валютной политике Банка России) сохранится в ближайшее время. При этом, с одной стороны, можно ожидать снижения профицита СТО, с другой – сокращения чистого оттока капитала.

*Сергей Пухов*

## Реальный сектор

### 4. Нефтяной комплекс и экономика России: некоторые итоги прошедшего года

На фоне высоких цен на нефть, которые на 10–15% превышают высокий по историческим меркам уровень прошлого года, нефтяная отрасль (то есть нефтедобыча и нефтепереработка в целом) развивается ни шатко ни валко. На фоне внешней ценовой премии она, несмотря на некоторое давление

<sup>4</sup> В первом квартале 2012 г. объем прямых инвестиций, привлеченных российскими компаниями, составил около 12 млрд. долл. Из них объем кредитов прямых инвесторов, согласно оценке Банка России внешнего долга реального сектора, составил в этот период 7 млрд. долл. Оставшиеся 5 млрд. долл., скорее всего, реинвестированные доходы (годом ранее их объем составил 8,6 млрд. долл. при общем объеме прямых инвестиций 15 млрд. долл.).