

Сезонная корректировка динамики базовой инфляции указывает на наличие повышательного тренда в инфляционной динамике – с 0,37% в марте до 0,59% в июне (в мае – 0,47%). Ускорение роста цен наблюдается на продовольственные товары (с 0,39% в марте до 0,69% в июне) и услуги (с 0,38% до 0,90%⁶) на фоне относительно стабильных темпов роста цен на непродовольственные товары – 0,34–0,39%.

Таким образом, инфляция начала ускоряться, не дождавшись централизованного повышения регулируемых цен и тарифов, которое, несомненно, добавит инфляции ускорения. С другой стороны, противодействующим фактором будет выступать сезонное замедление роста цен на плодоовощную продукцию. Вместе с тем мы ожидаем, что уже в июле на потребительских ценах начнёт сказываться случившаяся в мае 10%-ная девальвация рубля, а также рост мировых цен на пшеницу. Совокупность всех этих факторов уже привела к тому, что по оценке Росстата за первые 9 дней июля потребительская инфляция составила 0,8%.

Николай Кондрашов

Платежный баланс

3. Текущий профицит стал сокращаться

Согласно данным Банка России, во втором квартале текущего года положительное сальдо счета текущих операций сократилось в два раза по сравнению с предыдущим периодом и составило 19 млрд. долл. Основной причиной стал рост неторгового дефицита.

⁶ Ускорение сезонно сглаженного роста цен на базовые услуги с 0,61% в мае до 0,90% в июне отчасти является следствием резкого единичного подорожания ритуальных услуг (на 5,6% в обычном представлении).

Ключевой вопрос, который возникает при анализе счета текущих операций, – является ли сокращение текущего профицита по сравнению с рекордным показателем первого квартала сезонным фактором или это перелом тенденции? Попробуем ответить на этот вопрос.

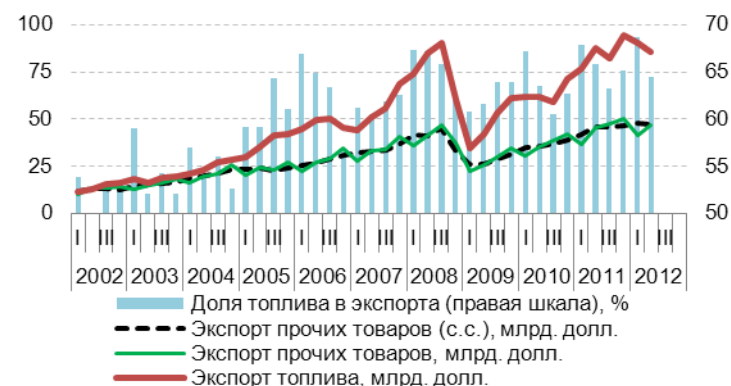
Стоимостной объем экспорта топлива определяется, главным образом, нефтяными ценами⁷, снижение которых во втором квартале повлекло за собой и сокращение экспортной выручки до 86 млрд. долл. против 91 млрд. долл. за предыдущий период (рис. 3.1). Продолжает сокращаться экспорт природного газа (на 23% год к году по данным Минэнерго), но во втором квартале это компенсировалось ростом экспорта нефтепродуктов. Если цены на нефть останутся до конца года на текущем уровне 100 долл./барр., а физические объемы экспорта топлива будут такими же, как и во втором полугодии прошлого года, то, учитывая сезонность, выручка от экспорта углеводородного сырья, по нашим оценкам, сократится до 75 млрд. долл. в третьем квартале и 83 млрд. долл. в четвертом квартале текущего года.

Экспорт прочих товаров (за исключением топлива) во втором квартале вырос до 47 млрд. долл. против 41 млрд. долл. кварталом ранее (рис. 3.1). Однако если устранить сезонность, можно говорить о снижении этого показателя на 2,6% к предыдущему периоду. В лучшем случае стоимость нетопливного экспорта во втором полугодии может составить чуть более 100 млрд. долл.

Несмотря на улучшение условий кредитования, импорт отказывается расти: его стоимость во втором квартале снизилась на 2% к прошлому году (примерно на такую же величину снизился импорт к предыдущему кварталу после устранения сезонности) и составила 82 млрд. долл. (рис. 3.2). Стагнация импорта на протяжении четырех последних кварталов, скорее всего, сохранится до конца года. В этом случае его стоимость во втором полугодии не превысит 190 млрд. долл.

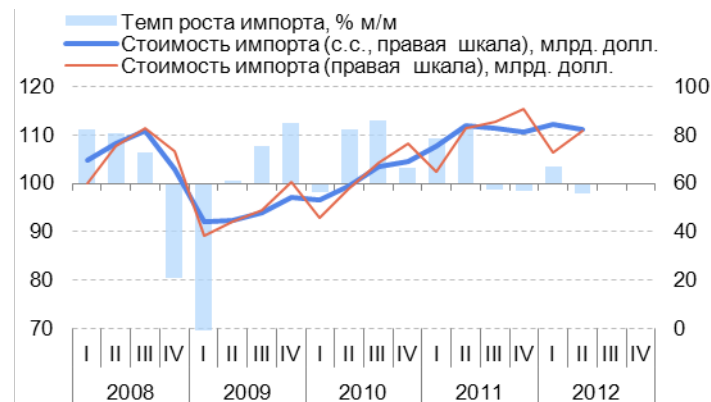
⁷ Во втором квартале стоимость нефти марки Urals составила в среднем 107 долл./барр., что ниже на 9% по сравнению с предыдущим кварталом и на 7% – годом ранее.

Рис. 3.1. Динамика стоимости, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 3.2. Динамика стоимости импорта, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Во втором квартале продолжился рост отрицательного сальдо по остальным статьям счета текущих операций. Совокупных дефицит сальдо услуг, доходов и текущих трансфертов составил 32 млрд. долл. (рис. 3.3), что на 11% выше прошлогоднего уровня. Если не предполагать изменения тенденции, то неторговый дефицит во втором полугодии вырастет до 58 млрд. долл.

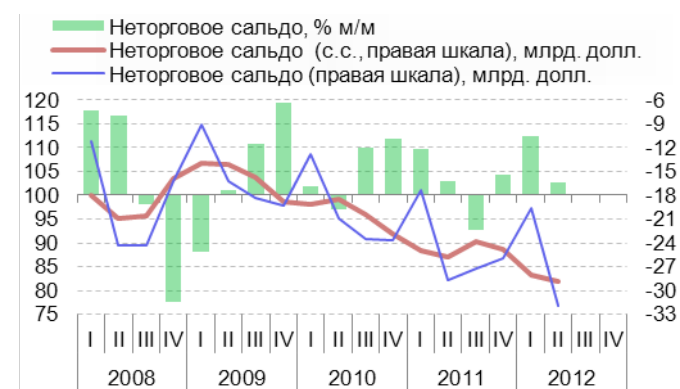
Таким образом, на фоне прогнозируемой нами стагнации экспорта и импорта именно рост отрицательного сальдо неторговых операций приведет к тому, что текущий профицит во втором полугодии может сократиться до уровня чуть более 10 млрд. долл. В этой ситуации особую значимость для оценки устойчивости платежного баланса приобретает финансовый счет.

Его сальдо во втором квартале впервые за последние два года оказалось положительным и составило почти 3 млрд. долл. При этом Правительство заняло на внешнем рынке около 7 млрд. долл. и новых займов до конца года больше не планируется. В свою очередь, чистый отток частного сектора сократился до 10 млрд. долл., а с учетом внутриквартальной динамики так и вовсе сменился небольшим притоком в июне. По всей видимости, это дало повод для Минэкономразвития заявить о возможном пересмотре в сторону снижения прогноза чистого оттока капитала по итогам года. Правда, наш анализ долгосрочной динамики чистого оттока и его структуры не дает оснований для такого оптимизма.

Во-первых, чистый отток частного капитала хотя и снижался на протяжении последних двух кварталов (рис. 3.4), но по-прежнему остается выше, чем во втором квартале прошлого года (-7 млрд. долл.), не говоря уже о том, что во втором квартале 2010 г., т.е. всего два года назад, наблюдался чистый приток частного капитала (+4 млрд. долл.).

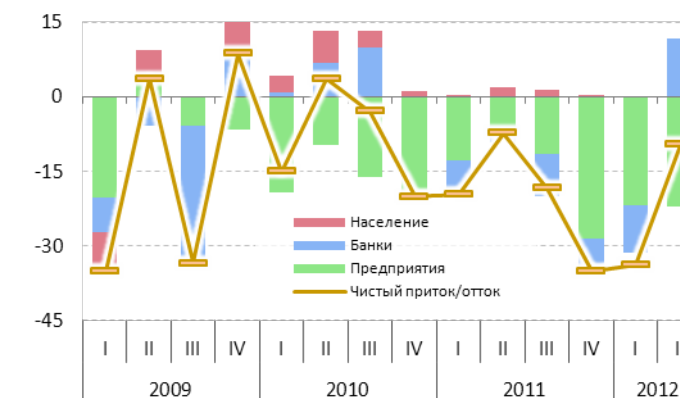
Во-вторых, снижение интенсивности оттока частного капитала, как и раньше, связано с операциями банковской системы (рис. 3.4). Во втором квартале российские банки не только смогли нарастить обязательства перед нерезидентами (+5 млрд. долл.), но и сократили свои валютные активы (+7 млрд. долл.). Однако

Рис. 3.3. Динамика неторгового сальдо, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 3.4. Чистый отток капитала частного сектора, млрд. долл.



Источник: Банк России.

последнее нетипично для банковской системы: обычно это происходит после резкого наращивания валютных активов, т.е. своего рода коррекция, и уже в следующем квартале вновь валютные активы начинают расти. А если учесть возможное сокращение профицита счёта текущих операций и связанное с этим неизбежное нарастание девальвационных ожиданий, то рассчитывать на продолжение чистого притока капитала в банковскую систему до конца года не приходится.

В-третьих, предприятия еще интенсивнее стали выводить капитал из России: чистый отток (22 млрд. долл. во втором квартале) в три раза превысил прошлогодний уровень (рис. 3.4). При этом масштабы оттока сопоставимы с кризисным периодом: тогда на протяжении трех кварталов подряд (с сентября 2008 г. по март 2009 г.) предприятия вывезли 75 млрд. долл., а за последние три квартала – 73 млрд. долл. Чтобы ситуация с финансовыми потоками кардинально изменилась, нужны соответствующие изменения в инвестиционном климате внутри страны, которых пока не предвидится.

В результате второе полугодие может преподнести денежным властям большой сюрприз даже при сохранении благоприятной ценовой ситуации на сырьевых рынках. В условиях сжатия профицита текущих операций сохранение оттока капитала в реальном секторе может привести к дефициту валюты на внутреннем рынке, что будет разогревать девальвационные ожидания банков и населения. Если чистый отток капитала до конца года сохранится на уровне первого полугодия (более 40 млрд. долл.), то бивалютная корзина к концу года, по нашим оценкам, может подешеветь на 3 рубля⁸.

Сергей Пухов

⁸ При текущем профиците 10 млрд. долл. и чистом оттоке частного капитала 40 млрд. долл. международные резервы снижаются на 30 млрд. долл. Продажа 500 млн. долл. из резервов поднимает верхнюю границу коридора на 5 копеек, соответственно, продажа 30 млрд. долл. – на 3 рубля. Безусловно, этот расчет – весьма условный. Впрочем, как и все, что связано с формированием валютного курса, определяемого первыми лицами Банка России.