

Платежный баланс

3. Дефицит СТО не за горами, а отток не снижается

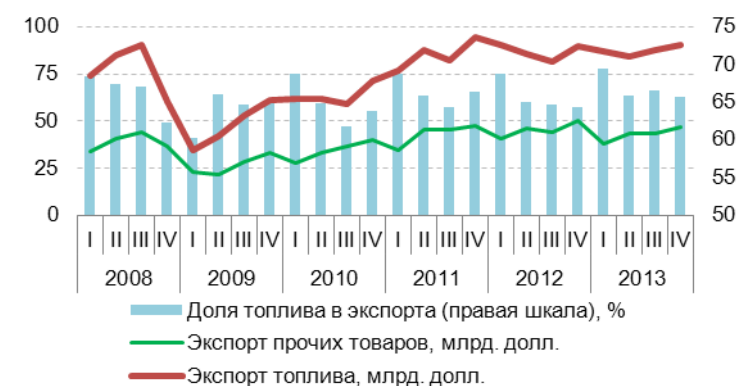
Согласно оценке Банка России, профицит счета текущих операций (СТО) в четвертом квартале составил около 5 млрд. долл. (в два раза меньше, чем годом ранее) и 33 млрд. долл. в целом за год (1,5% ВВП против 3,6% в 2012 г.). В ближайшие годы Россию ждет или чудо (рост мировых цен на нефть), или перманентная девальвация.

Оценка платежного баланса, данная Банком России, не принесла сюрпризов, практически полностью совпав с нашими ожиданиями⁵. Подробная детализация информации по секторам экономики в части оттока капитала и пересмотр данных за предыдущие периоды позволяют нам зафиксировать основные тенденции и уточнить внутригодовой прогноз на текущий год, а также выдвинуть некоторые гипотезы.

1. Стагнация экспорта. Стоимость экспорта российских товаров в 2013 г. составила 522 млрд. долл. (снижение на 1%), из которых на долю топлива пришлось 349 млрд. долл. (+ 0,6%) и 173 млрд. долл. (-4,6%) составила стоимость прочего экспорта (рис. 3.1). Эти данные полностью совпали с нашими оценками.

Экспорт топлива в значительной степени определяется ценами на нефть (волатильными и непредсказуемыми) и государственной политикой (что отчетливо проявилось в диалоге Россия-Украина). Если предположить, что цены на нефть в текущем году снизятся незначительно – со 108,3 до 107 долл./барр. (исходя из средней цены за январь), а физические объемы будут соответствовать декабрьскому прогнозу МЭР (с учетом ожидаемого изменения условий поставок

Рис. 3.1. Динамика экспорта товаров, млрд. долл.



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

⁵ Оценку ключевых тенденций платежного баланса в целом за прошлый год мы дали в декабрьском выпуске нашего мониторинга (см. «Новый КГБ» № 60 за период 30 ноября – 13 декабря 2013 г.).

газа в Украину), то стоимость российского экспорта углеводородного сырья в 2014 г. может составить 337 млрд. долл.

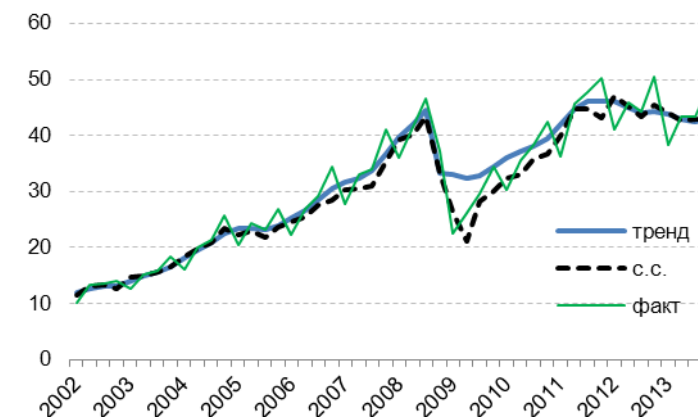
Анализ внутривременной статистики за последние годы позволяет обосновать слабую надежду на оптимистическую тенденцию в экспорте прочих товаров (за исключением нефти, нефтепродуктов и газа). С июля 2011 г. стоимость этой части экспорта перестала расти, а затем стала медленно из квартала в квартал снижаться (рис. 3.2). Лишь в середине прошлого года наметилась стабилизация, а в конце года – даже небольшой рост, на 0,6% за четвертый квартал. Если этот рост сохранится, то по итогам 2014 г. прочий экспорт вырастет до 176 млрд. долл. Однако годовой прирост его стоимости не компенсирует снижения экспорта углеводородного сырья. Наша оценка стоимости экспорта на 2014 год – 513 млрд. долл. (снижение на 1,6%).

2. Слабый рост импорта или начало снижения? Стоимость импорта товаров в 2013 г. увеличилась всего на 2,6% – до 344 млрд. долл., что также совпало с нашими ожиданиями. Анализ квартальной динамики импорта после снятия сезонности позволяет выдвинуть гипотезу о формировании тенденции к его снижению: если во втором квартале импорт сократился на мизерные 0,1% (к предыдущему кварталу), то в третьем и четвертом кварталах – на 0,2 и 0,3% соответственно (рис. 3.3).

По нашему мнению, импорт является запаздывающим индикатором по отношению к деловому циклу – его снижение может сигнализировать о начавшемся сжатии экономики. Поскольку значимых улучшений в темпах роста ВВП никто не ожидает (в условиях крайне слабого внутреннего спроса все последующие оценки становятся только все хуже и хуже), мы считаем, что роста импорта ожидать не следует. Наш прогноз на 2014 год – 341 млрд. долл. (снижение на 1%).

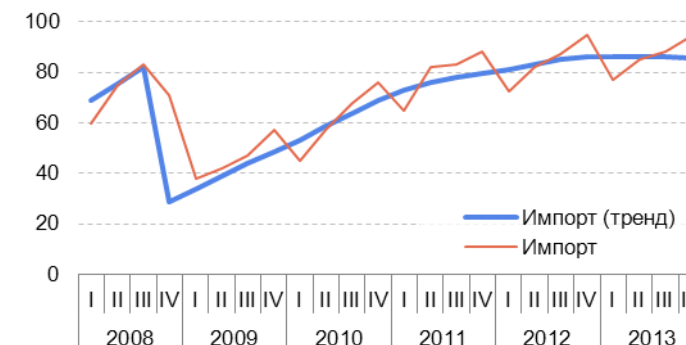
Одновременное с экспортом сокращение импорта в текущем году будет поддерживать внешнеторговый профицит на относительно высоком уровне – 172

Рис. 3.2. Квартальная динамика экспорта товаров без учета топлива, млрд. долл.



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

Рис. 3.3. Динамика импорта товаров, млрд. долл.



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

млрд. долл. (максимальное значение 197 млрд. долл. было в 2011 г., и с тех пор торговый баланс медленно, но устойчиво снижался – 192,3 и 177,3 млрд. долл. в 2012 и 2013 г. соответственно).

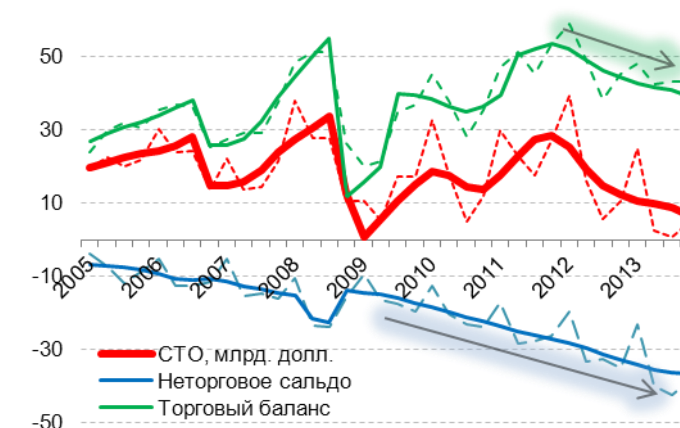
3. Устойчивый рост дефицита по неторговым операциям. В прошлом году совокупный дефицит услуг, доходов, оплаты труда и трансфертов счета текущих операций достиг 144 млрд. долл. (рост на 20% к предыдущему году против роста на 21% в 2012 г.). Данные за четвертый квартал (рис. 3.4) позволяют уточнить тенденции по отдельным неторговым статьям и прогноз на текущий год.

Ключевым фактором в балансе инвестиционных доходов являются выплачиваемые нерезидентам доходы от участия в капитале российских компаний. Этот показатель приближается к 100 млрд. долл. в год (для сравнения, доходы российских предприятий к получению – всего 30 млрд. долл., для банковского сектора эти цифры ниже в 3–4 раза, а в госсекторе – на порядок ниже). Причем эти выплаты имеют явно выраженную сезонность и устойчивый долгосрочный растущий тренд, хотя этот рост постепенно сбавляет обороты – с 4,3% в первом квартале прошлого года (квартал к кварталу) до 3% в четвертом квартале.

Продление тенденции последних двух лет позволяет оценить дефицит неторговых операций в 2014 г. – рост на 21%, до 174 млрд. долл. С учетом смены тенденции в импорте мы корректируем наш прогноз дефицита СТО с 15 до 2 млрд. долл. Но это не меняет нашего вывода – об устойчивости курса рубля следует забыть. Конечно, такой дефицит СТО может компенсироваться ростом нефтяных цен всего на 1–5 долл./барр., но кто бы мог это уверенно пообещать?

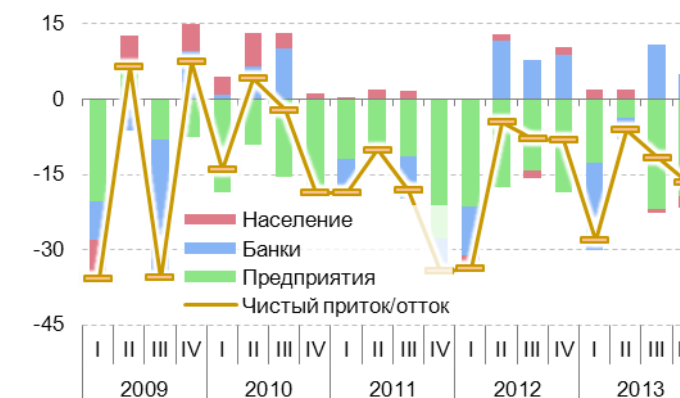
4. Неснижающийся или растущий отток капитала? Чистый отток капитала частного сектора по итогам 2014 г. составил 63 млрд. долл., практически не изменившись по сравнению с предыдущим годом (с поправкой на валютные свопы коммерческих банков с Банком России). При этом в четвертом квартале интенсивность оттока возросла в два раза к аналогичному периоду предыдущего года (рис. 3.5). Все это совпало с нашими оценками, а данные платежного баланса

Рис. 3.4. Квартальная динамика счета текущих операций, млрд. долл.



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

Рис. 3.5. Динамика чистого притока капитала частного сектора, млрд. долл.



Источник: Банк России.

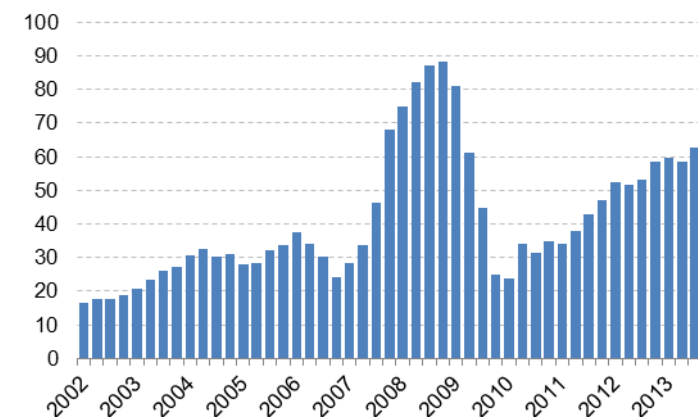
по секторам экономики и состояние финансовых рынков позволяют уточнить и расширить наши гипотезы и, в конечном счете, скорректировать прогнозы на 2014 г.

Основным каналом вывода капитала остаются предприятия – 58 млрд. долл. за прошлый год. Оптимисты и чиновники могут порадоваться тому, что продолжилось снижение объема сомнительных сделок: в четвертом квартале он упал в три раза (год к году). Однако вряд ли эта радость будет устойчивой: «прочие» операции с иностранными активами и «чистые ошибки и пропуски», наоборот, растут. В целом объем так называемого «серого» оттока капитала российских компаний (т.е. за исключением прямых и портфельных инвестиций, а также торговых кредитов) вырос с 58 млрд. долл. в 2012 г. до 60 млрд. долл. по итогам прошлого года (рис. 3.6). При этом торговые кредиты, выданные нерезидентам, практически не изменились, а прямые и портфельные инвестиции в зарубежные активы в последние два квартала на 20–30% были выше, чем годом ранее (данные первого квартала 2013 г. «искажены» сделкой Роснефти и BP). В результате мы ожидаем, что вложения российских предприятий в зарубежные активы в 2014 г. могут сократиться до 110 млрд. долл. (против 113 млрд. долл. в 2012 г.⁶) – главным образом, за счет дальнейшего снижения сомнительных сделок.

Надежд на рост иностранных инвестиций в Россию очень мало: прямые инвестиции в последние несколько кварталов устойчиво держатся на уровне 15 млрд. долл., а сокращение портфельных инвестиций пока еще перекрывается большим приростом кредитов. Учитывая резкое торможение российской экономики, а также ожидаемое ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США, мы считаем, что на внешних рынках капитала российские компании смогут привлечь ресурсы на долговом рынке в объеме, который позволит рефинансировать внешний долг и компенсировать отток капитала портфельных инвесторов. При такой гипотезе прирост обязательств реального сектора в текущем году не превысит 60 млрд. долл., а чистый отток сократится до 50 млрд. долл.

⁶ Этот год взят за основу для сравнения, чтобы не учитывать искажения статистики, связанные со сделкой Роснефти и BP&

Рис. 3.6. Квартальная динамика «серого» оттока капитала предприятиями (накопленным итогом за четыре квартала), млрд. долл.



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

Во второй половине прошлого года российские банки вновь стали наращивать отрицательную чистую международную инвестиционную позицию (МИП) – превышение валютных обязательств над активами, увеличив ее до 14 млрд. долл. (рис. 3.7). Мы считаем, что в условиях повышенных девальвационных ожиданий банковская система постарается, как минимум, сбалансировать чистую МИП.

Девальвация рубля и недоверие к банкам привели к тому, что население с середины прошлого года стало вновь скупать наличную валюту: сначала в скромных объемах в пределах 1 млрд. долл. (в третьем квартале), а затем превысив 2 млрд. долл. в четвертом квартале (рис. 3.5). Мы надеемся, что «расчистка» банковской системы не заставит население в массовом порядке изымать рублевые и валютные вклады, а спрос на наличную валюту по итогам 2014 г. не превысит 5 млрд. долл.

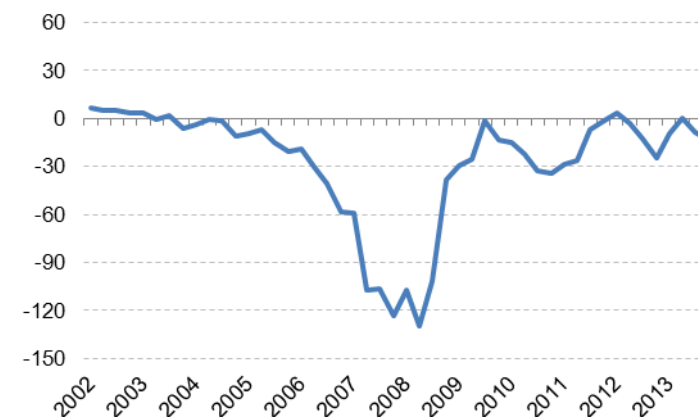
В результате при весьма оптимистичных новых предпосылках (*сохранение текущего уровня прямых иностранных инвестиций в Россию, отсутствие паники вкладчиков*), а также умеренных пессимистических для платежного баланса предпосылках (*ограничение доступа на внешние рынки капитала, выравнивание чистой МИП банковской системы*) чистый отток капитала в наступившем году возрастет, как минимум, до 70 млрд. долл.

Итак, сухой остаток: данные за четвертый квартал позволяют нам снизить прогноз дефицита СТО, но одновременно повышают оценку чистого оттока капитала примерно на ту же величину.

С точки зрения прогноза динамики валютного курса, это не меняет наших ожиданий о 20%-ной девальвации рубля (см. «Новый КГБ» № 60). Однако у нас есть менее оптимистический сценарий, согласно которому чистый отток капитала может составить 80–120 млрд. долл. В этом случае, как не сложно догадаться, масштабы девальвации могут оказаться побольше.

Сергей Пухов

Рис. 3.7. Квартальная динамика чистой международной инвестиционной позиции банковской системы, млрд. долл.



Источник: Банк России.