

По нашим оценкам, за первый квартал 2014 г. экономика сократилась относительно четвертого квартала прошлого года как минимум на 1,0% (не только из-за «инвестиционной паузы», но и из-за эффекта высокой базы четвертого квартала). При этом перспективы наращивания частных инвестиций, на которые так надеялось раньше правительство, подорваны всерьез и надолго. В сложившейся ситуации государство может последовать рекомендациям Минэкономразвития и заместить сокращающиеся частные инвестиции государственными – начать выдавать долгосрочные кредиты под минимальные проценты, строить мосты через Керченский пролив, БАМ и Транссиб. И, вполне вероятно, это поможет Росстату подтянуть цифры роста. Вот только эффективность частных и государственных инвестиций для экономики разная. И об этом не стоит забывать.

Николай Кондрашов

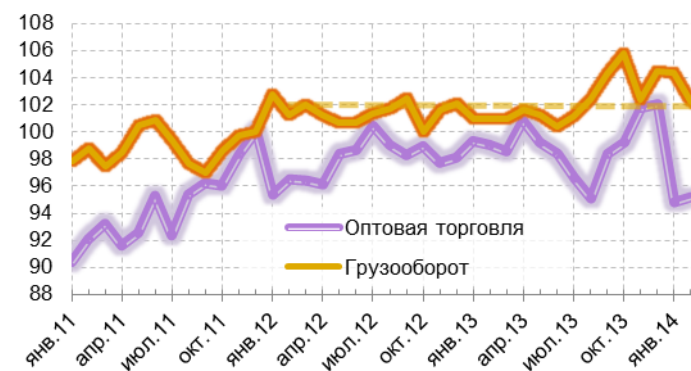
Платежный баланс

3. Перспективы оттока капитала

Согласно оценке Банка России, из-за сокращения импорта на 7% профицит счета текущих операций (СТО) в первом квартале 2014 г. увеличился на 14% к предыдущему году до 28 млрд. долл. Однако масштабы чистого оттока капитала частного сектора почти в два раза превысили текущий профицит, что привело и к девальвации рубля, и к сокращению валютных резервов.

Весь прирост СТО в первом квартале по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (3,3 млрд. долл.) был обеспечен за счет внешней торговли, при этом рост дефицита услуг и инвестиционных доходов (на 0,6 млрд. долл.) компенсировалось сокращением дефицита оплаты труда и текущих трансфертов. Но сальдированные операции не позволяют увидеть важные изменения в тенденциях ключевых показателей платежного баланса.

Рис. 2.5. Динамика грузооборота и оптовой торговли (100 = дек. 2011, сезонность устранена)



Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

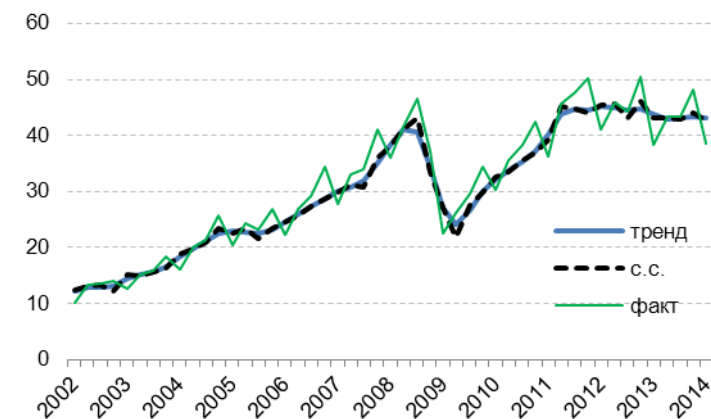
Это более сильное, чем ожидалось нами, сокращение стоимости экспорта товаров в первом квартале 2014 г. по сравнению с предыдущим годом. Если сокращение экспорта топлива (до 85 млрд. долл.) практически полностью определялось снижением нефтяных цен, то наши ожидания роста нетопливного экспорта не оправдались: эта часть экспорта снизилась до 38 млрд. долл., или на 1%, несмотря на девальвацию рубля. Анализ квартальной динамики нетопливного экспорта товаров (после исключения сезонности) позволяет сделать вывод, что в настоящее время в лучшем случае можно говорить о стагнации (рис. 3.1).

Сокращение импорта также превысило наши ожидания. В первом квартале стоимость импорта опустилась ниже уровня 2010 г. и составила 72 млрд. долл. (снижение на 7% год к году). Анализ квартальной динамики после снятия сезонности подтверждает нашу гипотезу о формировании тенденции к снижению импорта: если со второго по четвертый квартал он сокращался на мизерные 0,1% (к предыдущему кварталу), то в первом квартале текущего года – на 0,3% (рис. 3.2). Несомненно, это связано с девальвацией рубля и снижением спроса на инвестиционный импорт.

Более сильное сокращение импорта по отношению к экспорту в начале года привело к росту внешнеторгового профицита до 51 млрд. долл. с 48 млрд. долл. в первом квартале предыдущего года. Сохранение тенденций первого квартала во внешней торговле приведет к росту внешнеторгового профицита по итогам 2014 г. до 189 млрд. долл. со 180 млрд. долл. в предыдущем году (максимальное значение 197 млрд. долл. было в 2011 г.).

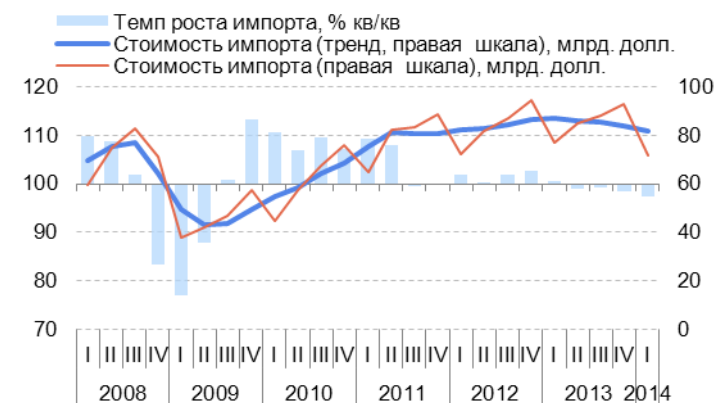
Неторговый дефицит (услуги, инвестиционные доходы, оплата труда и трансферты) в первом квартале составил почти 24 млрд. долл. (рис. 3.3). Если рассматривать квартальную динамику этого показателя, то после снятия сезонности еще в конце прошлого года наметились серьезные изменения в динамике. В четвертом квартале 2013 г. неторговый дефицит снизился на 6% к предыдущему периоду, а в начале текущего года – еще на 5%. Однако говорить о смене тренда пока преждевременно (рис. 3.3), с уверенностью можно говорить

Рис. 3.1. Квартальная динамика экспорта товаров без учета топлива, млрд. долл.



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

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



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

лишь о стагнации. С учетом более низкой базы прошлого года неторговый дефицит в 2014 г. может оказаться выше в абсолютном выражении.

Ключевыми статьями неторговых операций являются импорт услуг и выплачиваемые нерезидентам доходы от участия в капитале российских компаний. И услуги, и инвестиционные доходы имеют явно выраженную сезонность и устойчивый долгосрочный растущий тренд в предыдущие годы, хотя этот рост постепенно сбавляет обороты. С конца прошлого года в импорте услуг наметилась стагнация, а в доходах к выплате нерезидентам со стороны нефинансового сектора – снижение.

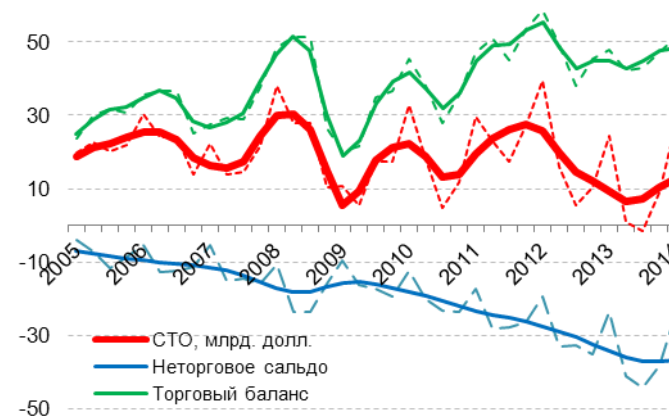
Следует отметить, что доходы к выплате формируются за счет прибыли прибыльных организаций, которая, согласно среднесрочному прогнозу МЭР, может вырасти в рублевом выражении в 2014 г. на 11%, а с учетом курсовой динамики будет иметь место снижение прибыли как минимум на 2,5%.

Таким образом, девальвация рубля, как и следовало ожидать, повысила устойчивость платежного баланса России за счет снижения импорта товаров и инвестиционных выплат нерезидентам. Однако если Центробанк будет настаивать на стабилизации курса рубля и будет тратить на это свои валютные резервы, то очень скоро профицит СТО вновь начнет сокращаться, и это будет лишь вопрос времени, когда он в очередной раз обнулится. По нашим оценкам, это может случиться уже во второй половине текущего года.

Чистый отток капитала частного сектора в первом квартале составил более 50 млрд. долл. (рис. 3.4), а с корректировкой на изменение объема валютных свопов между Банком России и банками-резидентами и средств на счетах банков-резидентов в Банке России – 64 млрд. долл. Колоссальная сумма! Больше было только в четвертом квартале 2009 г. Но нам хочется остановиться не на количественных показателях, а на качественных.

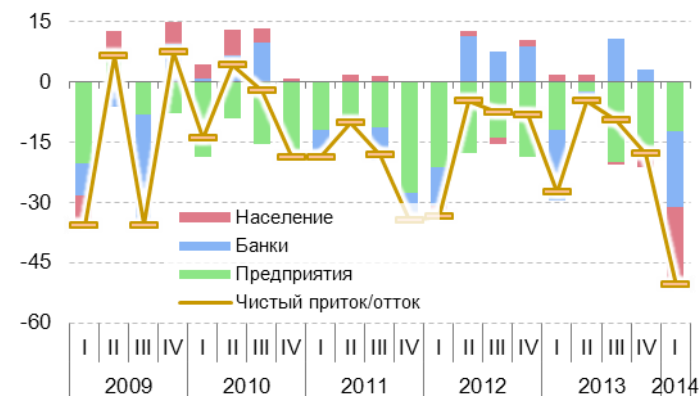
Глядя на динамику финансовых потоков, мы готовы выделить устойчивую среднесрочную тенденцию оттока капитала из России, зависимую от качества

Рис. 3.3. Квартальная динамика счета текущих операций, млрд. долл.



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 3.4. Динамика чистого притока капитала частного сектора, млрд. долл.



Источник: CEIC Data.

инвестиционного климата, и отклонения от нее в виде краткосрочных спекулятивных операций, зависимых, в том числе, от девальвационных ожиданий. При этом среднесрочную тенденцию будет определять реальный сектор, а краткосрочную – банки и население.

Финансовые потоки реального сектора можно разделить на три достаточно устойчивые составляющие (рис. 3.5) – сальдо прямых и портфельных инвестиций, прочие инвестиции в страну (внешние долговые обязательства), прочие инвестиции из страны («бегство капитала»¹).

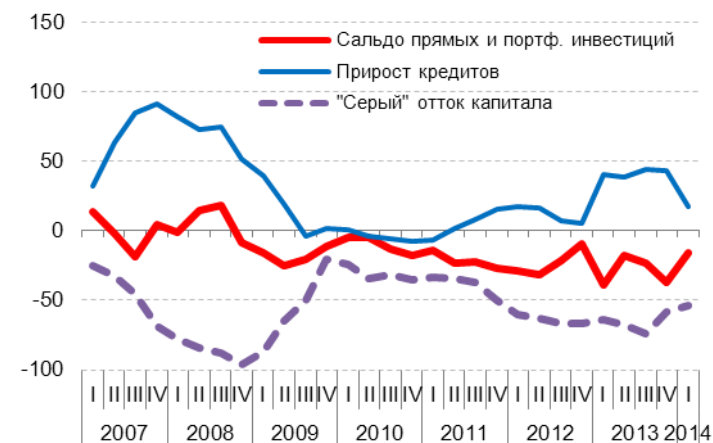
Сальдо прямых и портфельных инвестиций является устойчиво отрицательным после кризиса 2008 г. Его величина с 2011 г. составляет от 10 до 40 млрд. долл. в годовом выражении (накопленным итогом за четыре квартала). В первом квартале 2014 г. этот показатель составил 8 млрд. долл., и можно предположить, что в оставшееся до конца года время он вырастет, в лучшем случае – незначительно (около 2 млрд. долл.), в худшем – на 30 млрд. долл.

Хотя из-за введенных санкций аппетит инвесторов к российским рискам резко упал, в первом квартале текущего года реальный сектор смог не только полностью рефинансировать платежи в погашение внешнего долга, но и нарастить обязательства перед нерезидентами на 9 млрд. долл. Причем росла рыночная внешняя задолженность, а не задолженность перед прямыми инвесторами. Однако думается, до конца года российскому бизнесу будет гораздо сложнее рефинансировать свои долговые обязательства, и внешний долг реального сектора может сократиться на 10–25 млрд. долл.

Бегство капитала в последние годы достаточно устойчиво и составляет примерно 50–60 млрд. долл. в год. В первом квартале бегство капитала достигло 13 млрд. долл., что не выходит за рамки данного диапазона. Значит, до конца года отток капитала по этому направлению может составить еще порядка 40 млрд. долл.

¹ Под термином «бегство капитала» мы понимаем сомнительные сделки (непоступление экспортной выручки и торговых авансов по импорту, фиктивные сделки с ценными бумагами), прочие активы нефинансового сектора, а также чистые ошибки и пропуски.

Рис. 3.5. Финансовые потоки реального сектора (за четыре квартала), млрд. долл.



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Таким образом, чистый отток капитала по линии реального сектора в оставшиеся три квартала текущего года может находиться в весьма широком диапазоне – 50–100 млрд. долл.

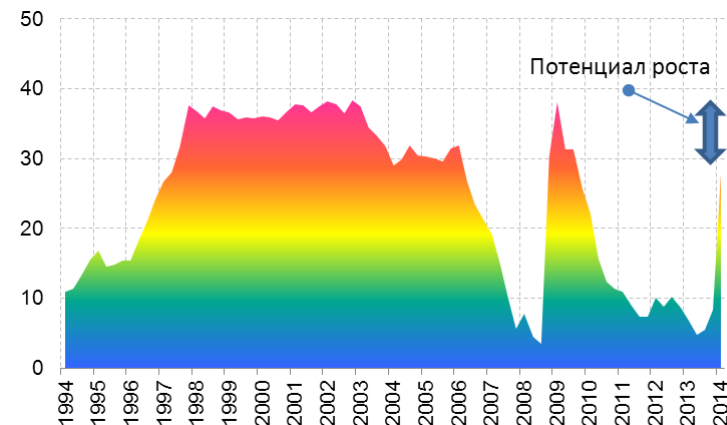
Банки в первом квартале текущего года резко нарастили чистую международную инвестиционную позицию: прирост валютных активов превысил прирост обязательств на 19 млрд. долл. (или на 32 млрд. долл. за вычетом изменения задолженности по валютным свопам и валютных корсчетов в Центробанке). Дальнейшее изменение чистой МИП, по нашему мнению, в значительной мере будет определяться девальвационными ожиданиями и динамикой валютного курса. Исходя из гипотезы о том, что Банк России сегодня готов пожертвовать резервами, чтобы стабилизировать рубль, мы ожидаем, что банковская система до конца года сократит наращивание валютных активов.

Население в первом квартале 2014 г. купило наличной валюты на сумму почти 20 млрд. долл. Повторяется ситуация конца 2008 г., когда в третьем квартале объем наличной валюты на руках у населения увеличился на 27 млрд. долл. и еще на 8 млрд. долл. в следующем квартале. Всего же у населения в тот период было аккумулировано наличной валюты на общую сумму порядка 40 млрд. долл. (рис. 3.6), т.е. примерно столько же, сколько было после кризиса 1998 г. В этой связи мы ожидаем, что до конца года население купит наличной валюты не более чем на 10 млрд. долл.

Таким образом, мы ожидаем, что чистый отток частного капитала может находиться в диапазоне 125–175 млрд. долл. По нашей оценке, столь интенсивный чистый отток капитала, значительно превышающий приток валюты по текущим операциям, приведет к серьезному давлению и на валютные резервы Банка России, и на курс рубля.

Сергей Пухов

Рис. 3.6. Объем наличной валюты на руках у населения, млрд. долл.



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.