

## Платежный баланс

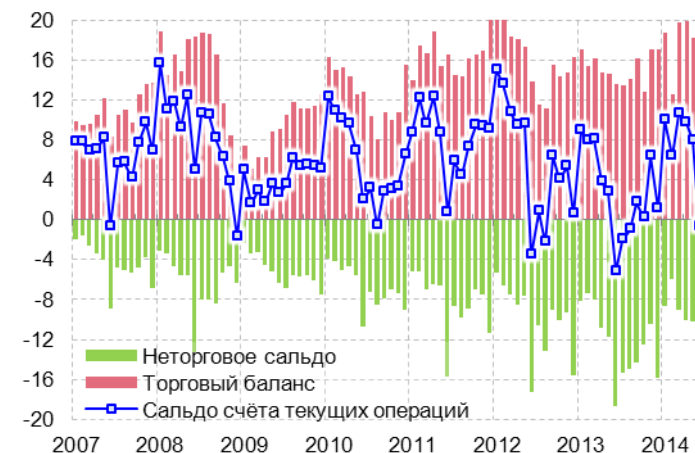
### 4. Отток капитала прекратился?

*В июле 2014 года чистый отток капитала, по нашим оценкам, может сократиться до минимального за последний год уровня 1 млрд. долл. В пользу такой оценки говорят крайне малый профицит счета текущих операций на фоне снижающихся нефтяных цен и отсутствие валютных интервенций Банка России на внутреннем рынке при относительно стабильном курсе рубля.*

Первые официальные оценки экспорта и импорта появятся лишь в начале августа. Но поскольку никаких серьезных изменений во внешней торговле в июле не происходило (подобных прекращению поставок газа в Украину с 16 июня этого года), можно предположить, что основные тенденции не изменились – продолжилось снижение стоимости как нетопливного экспорта, так и импорта. При этом среднемесячные цены на нефть марки Urals в июле снизились ниже уровня 106 долл./барр. (почти на 4% к предыдущему месяцу и на 3% год к году). С учетом прекращения экспорта газа в Украину (в июле прошлого года было поставлено порядка 2 млрд. м<sup>3</sup> газа на сумму более 0,8 млрд. долл.) стоимость всего российского экспорта в июле, скорее всего, опустилась ниже 42 млрд. долл. (-4% год к году). Но совокупное снижение импорта и отрицательного сальдо неторговых операций (услуги, доходы и трансферты) позволило сформировать профицит СТО (около 1 млрд. долл.) против дефицита 2 млрд. долл. годом ранее (рис. 4.1).

Обычно сокращение профицита СТО (по нашим оценкам, ниже статистически значимого 1% ВВП в годовом выражении), а тем более переход к дефициту резко увеличивает риски девальвации рубля и оттока капитала. Далеко за примером ходить не надо – год назад в июне-августе в условиях дефицита СТО рубль потерял 7% стоимости бивалютной корзины. Правда, отток капитала в тот период был

Рис. 4.1. Динамика СТО (ежемесячная статистика), млрд. долл.



Примечание: апрель-июль 2014 г. – оценка Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

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

вызван не столько рисками девальвации рубля из-за дефицита текущего счета, сколько общими тенденциями на мировых рынках капитала на ожиданиях ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США.

В последние несколько месяцев Россия находится под давлением санкций со стороны Запада в связи с событиями в Украине. Казалось бы, в этих условиях инвесторы должны начать в массовом порядке уходить из России, как это было в марте этого года. Но, судя по отсутствию валютных интервенций в июле (рис. 4.2), этого не происходит – чистый отток капитала частного сектора, по нашим оценкам, вряд ли превысит 1 млрд. долл. (т.е. останется в пределах профицита СТО). Как следствие, курс рубля остается стабильным, лишь после катастрофы малайзийского Boeing 777 рубль стал вновь слабеть, но при этом сохранился баланс спроса и предложение валюты при отсутствии Банка России на внутреннем валютном рынке.

Для того чтобы понять, что же происходит с чистым оттоком капитала, необходимо обратиться к его структуре (отдельно приток инвестиций в страну и отток капитала за рубеж). Детально это можно сделать лишь после публикации платежного баланса за третий квартал. Сейчас же можно опираться лишь на косвенные оценки, которые позволяют сделать некоторые выводы.

Во-первых, иностранные инвесторы продолжают сокращать свои вложения в российские активы. По данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), портфельные инвесторы пятую неделю подряд выводят свои средства с российского фондового рынка, причем этот процесс постоянно набирает обороты, достигнув полугодового максимума. Впрочем, здесь нет ничего удивительного: портфельные иностранные инвестиции в Россию непрерывно сокращаются со второго квартала 2011 г., достигнув своего пика в конце прошлого года (6,5 млрд. долл. за четвертый квартал). С конца прошлого года стал сокращаться приток прямых иностранных инвестиций в Россию, причем достаточно резко, почти в два раза в годовом выражении.

Российским компаниям и банкам все сложнее и сложнее выходить на западный рынок капитала, а сейчас для некоторых из них рынок долгосрочных займов так и

**Рис. 4.2. Валютные интервенции Банка России (ежемесячная статистика), млрд. долл.**



Примечание: июль 2014 г. – оценка Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.  
Источник: СЕИС, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

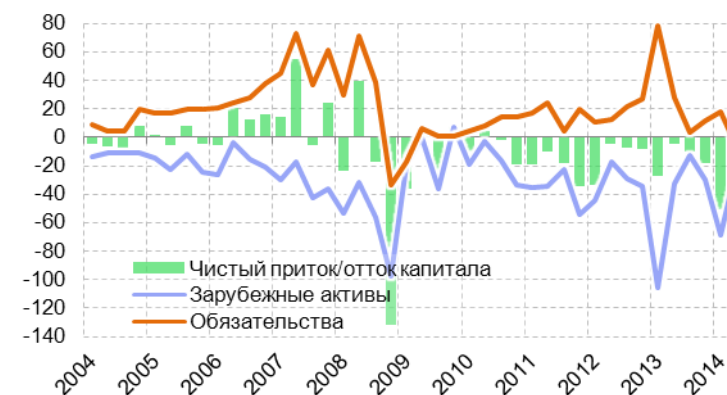
вовсе закрывается из-за новых санкций: с 17 июля США ввели запрет на выдачу новых кредитов (со сроком погашения более 90 дней) для двух российских банков и двух компаний. ЕС планирует введение отраслевых санкций, которые должны затронуть рынок капитала, оборонную промышленность, товары двойного назначения, экспорт чувствительных технологий в секторе энергетики.

В целом ситуация с привлечением иностранных инвестиций в Россию постепенно приближается к кризисной, когда валовый рост обязательств перед нерезидентами прекратился и обязательства стали сокращаться, достигнув своего «дна» в четвертом квартале 2008 г. (-34 млрд. долл., рис. 4.3).

Во-вторых, компании и банки начинают, по всей видимости, сокращать свои вложения в зарубежные активы. Это следует из баланса финансового счета платежного баланса: чтобы выйти на практически нулевой чистый отток капитала в условиях сокращающихся инвестиций в страну, необходимо снизить отток капитала за рубеж. Если основные причины роста валютных активов просты и понятны – стремление сменить юрисдикцию и защитить свой капитал от действий российских властей, расширение и обслуживание бизнеса за рубежом, а также снижение валютных рисков (обесценение рубля), – что же снижает интерес бизнес к валютным активам? Похоже, этому может способствовать риск замораживания активов на счетах в зарубежных банках из-за санкций к российским компаниям и банкам. Возможно, неслучайно валовый отток капитала во втором квартале этого года сократился до 20 млрд. долл. (рис. 4.3). Но означает ли это, что в его динамике произошел перелом негативной тенденции последних лет?

Перелом тенденции в оттоке капитала должен сопровождаться устойчивым снижением интенсивности «серого» оттока капитала российских компаний (в виде сомнительных сделок, торговых кредитов, прочих операций и ошибок с пропусками) или даже в целом сокращением валютных активов частного сектора (как это было в четвертом квартале 2009 г.). Однако объем валютной ликвидности российских компаний и банков на корсчетах в иностранных банках ограничен (капитал в основной своей массе вложен в бизнес, который вряд ли будут

**Рис. 4.3. Чистый приток (+)/отток (-) частного капитала (квартальная статистика), млрд. долл.**



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

сокращать в массовом порядке из-за финансовых санкций). Причин для снижения интереса российского бизнеса к зарубежным активам пока явно недостаточно, особенно учитывая опережающий рост мировой экономики. «Серый» отток капитала не вернет даже амнистия. При этом риски замораживания зарубежных активов явно преувеличены, во всяком случае, для подавляющего большинства компаний и банков. Поэтому говорить об устойчивом сокращении валового оттока частного капитала в среднесрочной перспективе пока не приходится.

Таким образом, несмотря на июльский, чисто символический, чистый отток капитала частного сектора, наши оценки до конца года не меняются. Более того, резко возрастают риски рефинансирования внешнего долга не только банками (для которых проблемы возникли уже в минувшем квартале), но и компаниями, которым в совокупности во втором полугодии предстоит выплатить по своим обязательствам, соответственно, 27 и 58 млрд. долл. При 50%-ном рефинансировании внешнего долга предприятиями мы не исключаем роста чистого оттока капитала по итогам года до 130–150 млрд. долл.<sup>2</sup>

*Сергей Пухов*

## **Бюджет**

### ***5. Перспективы увеличения налоговой нагрузки в России***

*Как известно, в настоящее время Минфин России планирует с 2015 года ввести региональный налог с продаж, с 2016 года повысить ставку обязательных страховых взносов на высокие зарплаты для покрытия дефицита ФОМС, а с 2019 года повысить ставки НДС и НДФЛ. Как реализация планов по повышению налогов повлияет на показатели налоговой нагрузки?*

<sup>2</sup> Без учета аванса китайской CNPC Газпрому, детали которого пока еще обсуждаются сторонами.