рублей за 100 мл (хватает на 2 дня). В пересчёте на 0,5 литра микстура оказалась почти на 200 рублей дороже армянского коньяка десятилетней выдержки.

Елена Балашова

Платежный баланс

5. Помощь Центробанка не потребовалась

Согласно оценкам Банка России, в третьем квартале 2014 года профицит счёта текущих операций (СТО) составил 11 млрд. долл., что на 20% ниже предыдущего квартала. За счет сокращения импорта товаров и инвестиционных доходов к выплате нерезидентам удалось избежать дефицита СТО, имевшего место год назад.

Оценки текущего профицита и чистого оттока капитала за третий квартал, которые мы представили в предыдущем выпуске КГБ, практически совпали с опубликованными на прошлой неделе данными по платежному балансу. Детализация этих данных по секторам экономики и инвестициям позволяет уточнить текущие тенденции и сделать следующие основные выводы.

1. **Падение импорта усилилось, компенсируя сокращение топливного экспорта.**

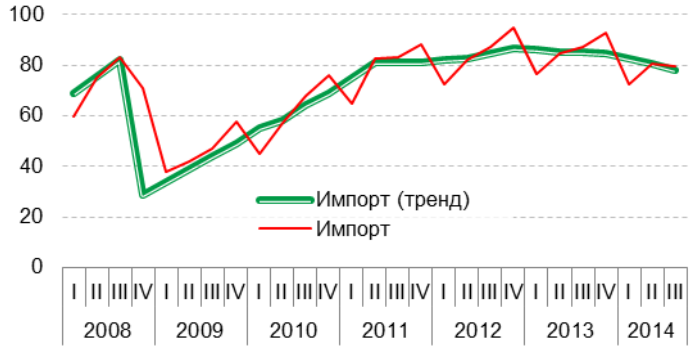
Сокращение стоимости импорта было ожидаемым, основная интрига – насколько? Кратко напомним, что стагнация в 2012 г. сменилась снижением в конце 2013 г., когда импорт сначала сократился на 1,7% год к году, затем в последующие два

квартала падение ускорилось до 5%, а в третьем квартале 2014 г. – до 8,7%. Устранение сезонности также указывает на усиление нисходящей тенденции за последние четыре квартала – от 0,5 до 4% (квартал к кварталу). В результате этой тенденции стоимость импорта в третьем квартале текущего года опустилась ниже 80 млрд. долл., снизившись почти на 1 млрд. долл. по отношению к предыдущему периоду и почти на 8 млрд. долл. по сравнению с прошлым годом (рис.5.1).

Импорт по своим масштабам является ключевым показателем адаптации платежного баланса к валютному кризису и сокращению внутреннего спроса (инвестиционного и потребительского), как это было в 1998 и 2008 гг. Если в начале года на импорт оказывало влияние падение инвестиционного спроса и курса рубля[11], то в последнее время все большее значение приобретает фактор слабеющего потребительского спроса. На импорт в третьем квартале могли также повлиять санкции против России и контрсанкции против Запада. Все эти факторы (девальвация рубля, сокращение внутреннего спроса и раскручивание санкционной войны) будут оказывать негативное влияние на импорт не только в четвертом квартале, но и весь следующий год.

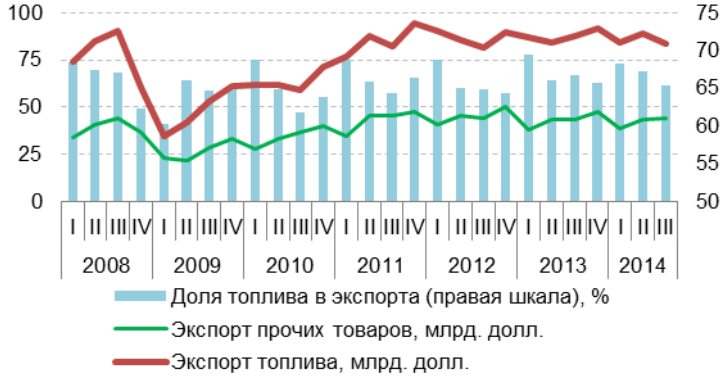
В экспорте российского топлива наблюдалась разнонаправленная динамика (природный газ – падение, нефть – стагнация, нефтепродукты – рост). Физические объемы экспорта сырой нефти в третьем квартале практически не изменились по сравнению с предыдущим периодом, однако цены на российскую нефть упали на 6,7%. Чудес в экономике не бывает, поэтому влияние падающих цен в полной мере проявится в четвертом квартале. Рост стоимости экспорта нефтепродуктов, как и снижение экспорта природного газа, происходит, главным образом, за счёт физических объемов. Так, экспорт природного газа в третьем квартале, согласно данным Минэнерго, составил всего 34,9 млрд. м^3 против 47,7 млрд. м^3 кварталом

Рис. 5.1. Стоимость импорта товаров, млрд. долл.



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

Рис. 5.2. Стоимость экспорта товаров, млрд. долл.



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

[11] Девальвация рубля к доллару в первом квартале достигла 6,9% квартал к кварталу в номинальном выражении и замедлилась примерно в два раза в третьем квартале. Инвестиции в основной капитала резко «просели» в начале года. В динамике реальной зарплаты с устраненной сезонностью в последние месяцы наблюдается переход от стагнации к снижению.

ранее и 48,4 млрд. м^3 за аналогичный период прошлого года. Одним прекращением поставок газа в Украину это не объяснить. Вряд ли Газпром придерживает газ европейским потребителям, чтобы заполнить свои ПХГ (объемы добычи снизились ровно настолько, насколько сократился экспорт). Скорее, речь идет о попытке ограничить реверс газа в Украину. В целом, стоимость экспорта топлива в третьем квартале снизилась почти на 6% (квартал к кварталу) и составила 84 млрд. долл. (рис.5.2).

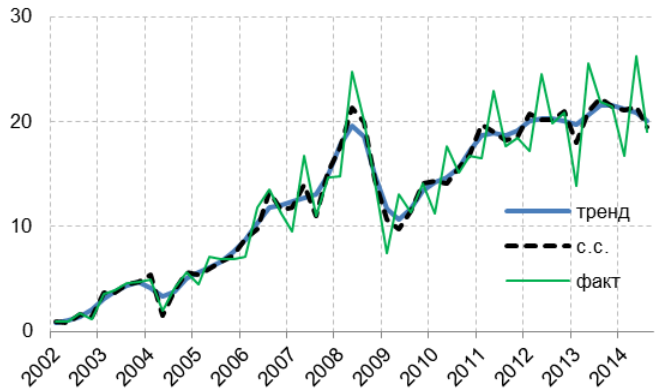
На этом фоне динамика нетопливного экспорта выглядит более стабильной (рис.5.2). С устраненной сезонностью стоимость нетопливного экспорта практически не меняется на протяжении последних четырех кварталов, оставаясь на уровне 44 млрд. долл. В условиях торговых войн можно было ожидать сокращения этой группы экспорта. Но… то ли санкции его не касаются, то ли долгосрочные контракты продолжают действовать. Поскольку предпосылок для роста как не было, так и нет, в лучшем случае стагнация продолжится. В худшем – негативные эффекты проявятся позднее.

В итоге торговый баланс в третьем квартале составил почти 49 млрд. долл. против 52 млрд. долл. во втором квартале и 44 млрд. долл. годом ранее (рис. 5.4).

2. Существенно сократились инвестиционные доходы к выплате нерезидентам.

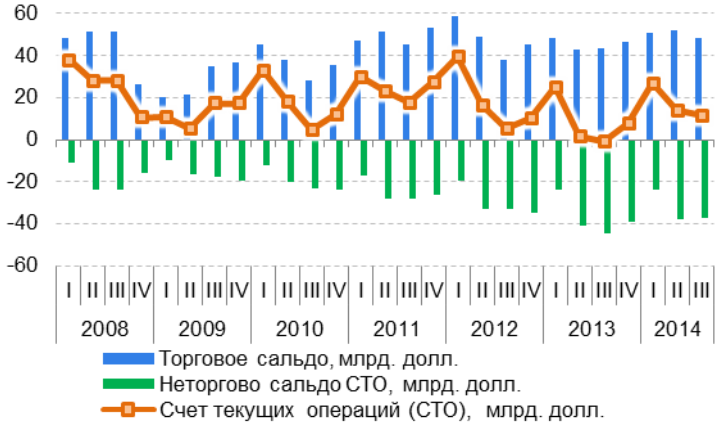
Вторым по значимости стабилизирующим фактором платежного баланса в условиях девальвации рубля стали выплаты предприятиями дивидендов и процентных платежей нерезидентам. В третьем квартале эти инвестиционные доходы к выплате сократились до 19 млрд. долл. (рис. 5.3), или на 13% к предыдущему году. Этому способствовал, главным образом, 10%-ный (год к году) рост курса доллара к рублю. Стагнация экономики уменьшает финансовый результат прибыльных предприятий. На фоне продолжающейся девальвации рубля это еще больше снизит долларовый эквивалент инвестиционных выплат в ближайшем будущем.

Рис. 5.3. Инвестиционные доходы предприятий к выплате, млрд. долл.



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

Рис. 5.4. Счет текущих операций, млрд. долл.



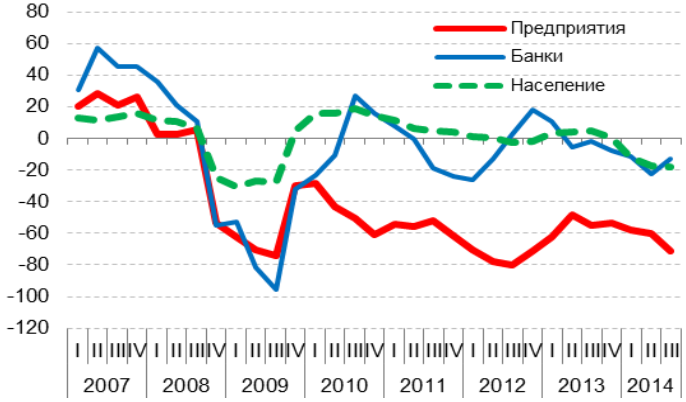
Источник: Банк России, CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В остальных статьях счета текущих операций изменения не столь велики, либо показатели не столь масштабны. В результате неторговый дефицит в третьем квартале составил 37 млрд. долл. (рис. 5.4), что сопоставимо с предыдущим кварталом (как в номинале, так и при исключенной сезонности) и на 16% ниже, чем год назад. Как следствие, удалось избежать прошлогоднего дефицита СТО, но при этом текущий профицит (11 млрд. долл.) оказался ниже показателей предыдущих двух кварталов (27 и 14 млрд. долл.).

3. Баланс прямых и портфельных инвестиций все больше уходит в отрицательную область.

Отрицательный баланс прямых и портфельных иностранных инвестиций в Россию и за рубеж в третьем квартале достиг рекордного уровня 16 млрд. долл. (если не считать первый квартал 2013 г., «искаженный» сделкой Роснефти). Тенденция к росту дефицита прямых и портфельных инвестиций началась еще после кризиса 2008–2009 гг., свидетельствуя о низкой привлекательности российских активов для инвесторов (график баланса прямых и портфельных инвестиций в годовом выражении представлен на рис.5.6). Если десятикратное (как в годовом, так и в квартальном выражении!) падение прямых инвестиций в Россию в минувшем квартале до символического 1 млрд. долл.[12] можно списать на санкции, то продолжающийся (все последние четыре года) исход портфельных инвесторов из России, а также устойчивый ежеквартальный спрос прямых инвесторов на зарубежные активы в объеме 10–20 млрд. долл., не иссякающий с 2006 г., наглядно говорят о «привлекательности» российской юрисдикции. Характерно, что санкции против ключевых российских отраслей и банков пока никак отразились на этой тенденции, хотя ресурсов для таких инвестиций за рубеж становится все меньше и меньше.

Рис. 5.5. Чистый приток/отток капитала частного сектора (накопленным итогом за 4 квартала), млрд. долл.



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

Рис. 5.6. Финансовые операции реального сектора, накопленным итогом за четыре квартала, млрд. долл.

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

[12] Фактически это означает сокращение объема прямых инвестиций нерезидентов в России, поскольку в этот показатель включаются еще реинвестированные доходы.

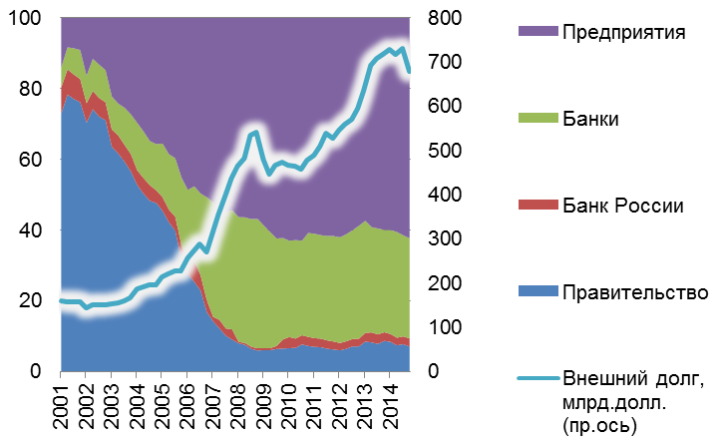
4. Внешний долг частного сектора стал сокращаться – и рефинансировать сложно, и спрос на новые кредиты снизился.

Динамика и структура внешнего долга всех секторов экономики России представлены на рис. 5.7. По состоянию на 1 октября внешний долг банков сократился до 192 млрд. долл., или на 17 млрд. долл. за последний квартал. При этом плановые платежи в его погашение составляли 19 млрд. долл. Иными словами, банки не стали привлекать новые кредиты и все ресурсы направили на погашение долга.

Внешняя задолженность предприятий сократилась на 27 млрд. долл. – до 422 млрд. долл. При плановых платежах 38 млрд. долл. в третьем квартале рефинансирование составило менее 30%. В условиях сжатия внутреннего спроса и девальвации рубля кредиты в иностранной валюте может позволить разве что экспортно-ориентированный сектор – главным образом, металлурги и предприятия ТЭКа. Но и они оказались в крайне сложной ситуации из-за снижения мировых цен на товарных рынках.

Несмотря на всё это, ситуация с привлечением валюты не столь плачевна, как кажется. Во-первых, в структуре внешнего долга частного сектора достаточно велика доля государства (55% у банков и 40% у предприятий), которое не оставит в беде своих подопечных. Примерно четверть внешнего долга частный сектор заимствовал в рублях, по всей видимости, у своих прямых инвесторов, с которыми, как правило, можно договориться о рефинансировании. Во-вторых, чистая позиция по внешнему долгу[13] банковского сектора отрицательна, т.е. внешние активы превышают внешний долг, особенно в его краткосрочной части. По нашим оценкам, валютные активы и пассивы банков, скорее всего, остаются сбалансированными как по срокам погашения, так и по долговым инструментам. Это означает, что в целом банковская система в состоянии обеспечить себя валютой без привлечения резервов Центробанка, хотя это не исключает проблем

Рис. 5.7. Внешний долг (млрд. долл.) и его структура, в %



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

[13] По данным Банка России на 1 апреля 2014 г.

для отдельных банков. Более сложная ситуация у реального сектора: если краткосрочная чистая позиция, как и у банков, отрицательна и не вызывает опасений, то для погашения задолженности свыше одного года собственных ресурсов явно не хватает – дефицит валюты оценивается нами в 280–300 млрд. долл. Тут и резервов Банка России не хватит. Остается надеяться на улучшение внешней конъюнктуры и рефинансирование части внешнего долга, обеспеченного поставками сырья.

5. В оттоке капитала – разнонаправленные движения.

«Серый» отток капитала реального сектора (к которому мы относим сомнительные сделки, торговые кредиты, прочие активы, а также чистые ошибки и пропуски), после паузы во втором квартале, вновь стал расти и в третьем квартале превысил 10 млрд. долл. (рис. 5.8).

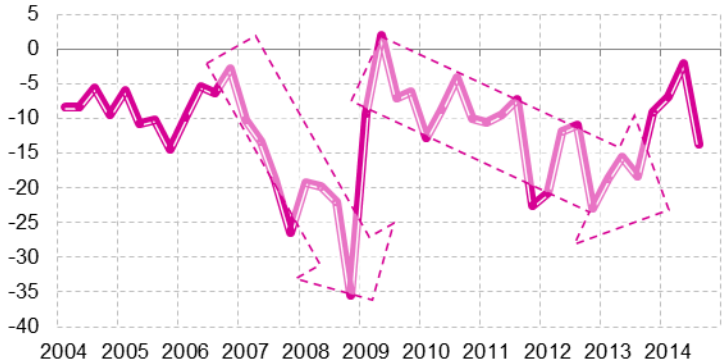
Активы банков в третьем квартале сократились на рекордные (!) 32 млрд. долл. (или на 28 млрд. долл. без учета валютных свопов), накопленные в предыдущие три квартала (рис. 5.9). Если это – фиксация прибыли на разнице курсов, то в условиях очередной волны девальвации в октябре банки должны вновь начать накапливать валютные активы, учитывая девальвационные ожидания и декабрьский пик платежей частного сектора (30 млрд. долл.).

Население в третьем квартале сократило покупку наличной валюты до 1,5 млрд. долл. против 10 и 3 млрд. долл. в предыдущие два квартала. Потенциал дальнейшей скупки наличной валюты в случае продолжения девальвации и чистки банковской системы мы оцениваем в 15–20 млрд. долл. (рис. 5.10).

Какие выводы из вышесказанного можно сделать на краткосрочную перспективу?

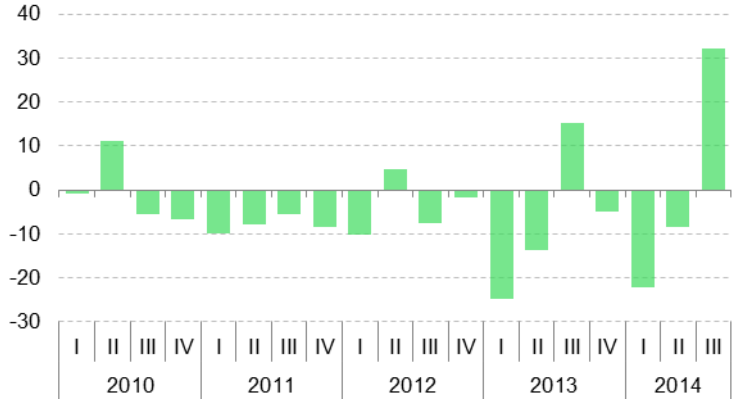
Низкие цены на нефть (в первой половине октября средняя цена за баррель российской нефти снизилась до 88 долларов) и падение экспорта в совокупности с сезонным ростом импорта могут привести к дефициту СТО в четвертом квартале (около 3 млрд. долл.). В следующем году основная интрига связана с динамикой

Рис. 5.8. «Серый» отток капитала, млрд. долл.



Источник: Банк России, CEIC Data.

Рис. 5.9. Изменение активов банковской системы («+» означает их сокращение), млрд. долл.



Источник: Банк России, CEIC Data.

нефтяных цен: профицит СТО может сократиться до 34 млрд. долл. в случае сохранения низких цен против 49 млрд. долл. в 2014 г. и возрасти до 52 млрд. долл. при их восстановлении до уровня 100 долл./барр.

Чтобы оценить масштабы чистого оттока капитала частного сектора, необходимо ввести дополнительные гипотезы или предпосылки (достаточно оптимистичные с нашей точки зрения):

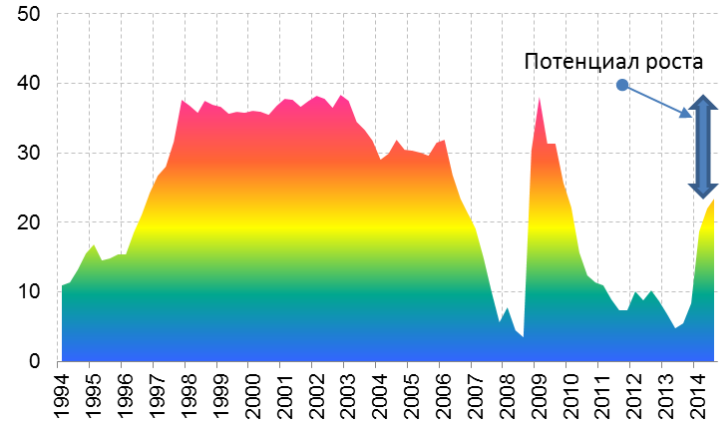
- банки снижают продажу валютных активов до объемов, необходимых для поддержания текущего уровня чистой международной инвестиционной позиции;
- предприятия сокращают отрицательный баланс прямых и портфельных инвестиций;
- серый отток капитала не превышает 10–15 млрд. долл. в квартал в зависимости от динамики нефтяных цен;
- частный сектор постепенно адаптируется к санкциям, в результате банки наполовину рефинансируют внешний долг, предприятия – на 75%;
- правительство из своих фондов выделяет частному сектору 20–25 млрд. долл. в год.

В этом случае в четвертом квартале чистый отток капитала частного сектора может возрасти до 35 млрд. долл. и по итогам текущего года составит около 120 млрд. долл. В 2015 г. влияние санкций на инвестиции сохраняется, при этом чистый отток капитала ослабевает до 110–115 млрд. долл. в случае низких цен на нефть и до 95–100 млрд. долл. в случае их стабилизации до уровня 100 долл./барр.

В результате суммарный дефицит валюты по платежному балансу оценивается нами от 20 до 60 млрд. долл. При сохранении нынешней валютной политики это означает рост стоимости бивалютной корзины от 3 до 8 рублей.

Сергей Пухов

Рис. 5.10. Объем наличной валюты у населения



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