

рубля, пока не способны вывести российскую экономику из зоны охватившей ее турбулентности.

Конечно, прогнозом спада в экономике России в 2015 г. сейчас никого не удивишь. Заметим, однако, что многие из самых известных опережающих индикаторов (конкурентов СОИ) все еще показывают на рост или, по крайней мере, не позволяют спрогнозировать спад в *ближайшей* перспективе. Скажем, индекс PMI, рассчитанный банком HSBC, снизился в декабре до 48,9%, но при этом он оказался ниже критической 50%-ной отметки впервые за полгода, чего явно недостаточно для уверенного прогнозирования рецессии; опережающий индекс ВВП, разработанный Ренессанс-Капитал и РЭШ, указывает на рост ВВП в первом квартале 2015 г. на 1,5% год к году; наконец, последнее на данный момент (ноябрьское) значение сводного опережающего индекса ОЭСР составило 99,8%, что, согласно интерпретации разработчиков, говорит о замедлении роста производства, но не о его спаде.

В скором времени станет ясно, кто был прав. Во всяком случае, наш СОИ указывает на возможность спада уже в ближайшие два-три месяца.

Сергей Смирнов

Платёжный баланс

2. Инвесторы уходят из страны

Согласно оценке Банка России, в четвертом квартале 2014 года за счет сокращения импорта и неторговых операций сформировался профицит счета текущих операций в размере 11 млрд. долл. При этом чистый отток капитала частного сектора достиг 73 млрд. долл., что было связано с уходом из страны прямых инвесторов и рекордной покупкой наличной валюты населением.

На прошлой неделе Банк России опубликовал оценку платежного баланса за четвертый квартал прошлого года. Основные тенденции не изменились: на фоне падения нефтяных цен и экспорта усилилась тенденция к снижению импорта и, в еще большей степени, дефицита по неторговым операциям. Одновременно усилился чистый отток капитала частного сектора, компенсируемый сокращением резервов Банка России. При более внимательном взгляде на платежный баланс можно заключить следующее:

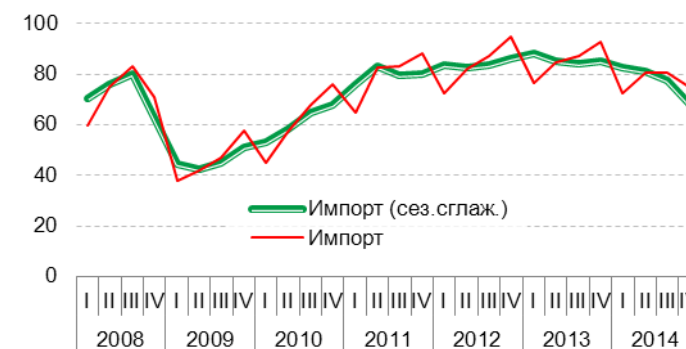
1) В четвертом квартале падение стоимости импорта товаров ускорилось – до 10–12% (квартал к кварталу, после устранения сезонности, в зависимости от метода сезонного сглаживания) против 2–4% в предыдущие три квартала. Однако столь резкого провала, как это было в конце 2008 г. – начале 2009 г., когда импорт падал в два-три раза быстрее (рис. 2.1), не произошло. Похоже, резкое обесценение рубля (на 23%, квартал к кварталу) захватило население врасплох. Не успев «вовремя» купить валюту, оно кинулось покупать импортные товары, ожидая дальнейшей девальвации и соответствующего удорожания импортной продукции.

Однако этот потребительский бум (инвестиционный спрос сокращается уже давно) рано или поздно закончится, и вслед за этим последует спад импорта, сопоставимый с прошлым кризисом.

2) Объем экспорта в четвертом квартале снизился сильнее, чем объем импорта. В результате торговое сальдо сократилось на 8 млрд. долл. (рис. 2.2). Однако дефицитное неторговое сальдо (услуги, доходы, оплата труда и трансферты) сократилось еще сильнее. Поэтому счет текущих операций (СТО) в четвертом квартале вырос до 10 млрд. долл. (против 6 млрд. долл. в третьем, рис. 2.2).

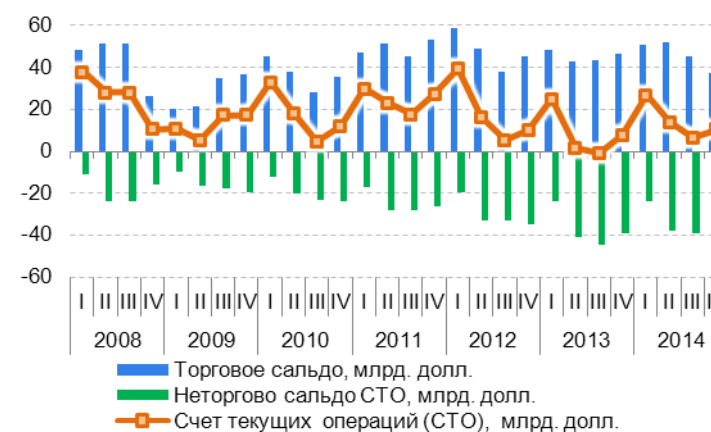
Таким образом, по итогам всего 2014 г. СТО увеличился до 57 млрд. долл., что на две трети больше, чем в 2013 г. При сохранении текущих тенденций в 2015 г. году неторговый дефицит может опуститься ниже 90 млрд. долл. Еще порядка 100 млрд. долл. может дать сокращение импорта. При среднегодовой цене на нефть 50 долл./барр. (98 долл./барр. в среднем за 2014 г.) можно ожидать падения

Рис. 2.1. Динамика стоимости импорта товаров



Источник: расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 2.2. Динамика СТО, млрд. долл.



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

экспорта на 150 млрд. долл. В этом случае СТО останется профицитным, примерно на уровне 35–55 млрд. долл. 2013–2014 гг.

3) В четвертом квартале наблюдался сильнейший отток капитала частного сектора – 73 млрд. долл. (рис. 2.3). Выше было лишь в острую фазу кризиса 2008 г. (132 млрд. долл. в четвертом квартале 2008 г.). Вывозили капитал все – банки (31), предприятия (24) и население (18).

Особенно стоит отметить сокращение прямых иностранных инвестиций (ПИИ) на протяжении последних двух кварталов. Такого не было ни в кризис 2008 г., ни в кризис 1998 г., разве что на фоне дела Ходорковского (в четвертом квартале 2003 г. и четвертом квартале 2005 г.).

Резко ускорилось (по сравнению с третьим кварталом) сокращение внешнего долга компаний и банков, причем, гораздо сильнее, чем в предыдущий кризис. В самом грубом приближении, уровень рефинансирования внешнего долга компаний не превысил 60%, что снижает устойчивость российской экономики.²

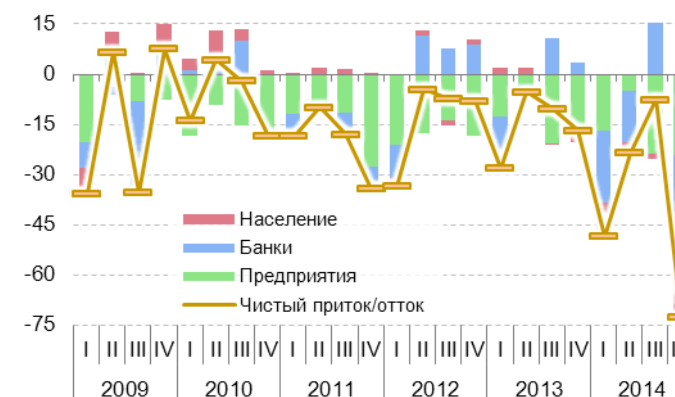
Покупка наличной валюты населением достигла рекордного уровня 34 млрд. долл. Это больше, чем в кризис 2008 г., что неудивительно при такой девальвации рубля и недоверии к банкам.

Банки не стали продавать свои валютные активы, как в третьем квартале, а, наоборот, нарастили их. Правда, в основном, они достигли этого через механизм валютного репо, так что в первом квартале (точнее, даже в январе) они должны будут вернуть валюту Банку России (в противном случае, начнется формирование «пирамиды» в виде репо).

В целом по итогам 2014 г. чистый отток капитала достиг рекордного уровня 153 млрд. долл. (или 130 млрд. долл. за вычетом валютных репо, свопов и прочих операций банковской системы с Банком России), в два с лишним раза превысив показатели 2013 г.

² Более точно можно будет просчитать только после выхода данных по внешнему долгу с учетом рублевой его части и задолженности перед прямыми инвесторами.

Рис. 2.3. Динамика чистого притока/оттока капитала частного сектора, млрд. долл.



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

4) Каких изменений в платежном балансе (в каких секторах экономики и в каких объемах) можно ожидать в текущем году?

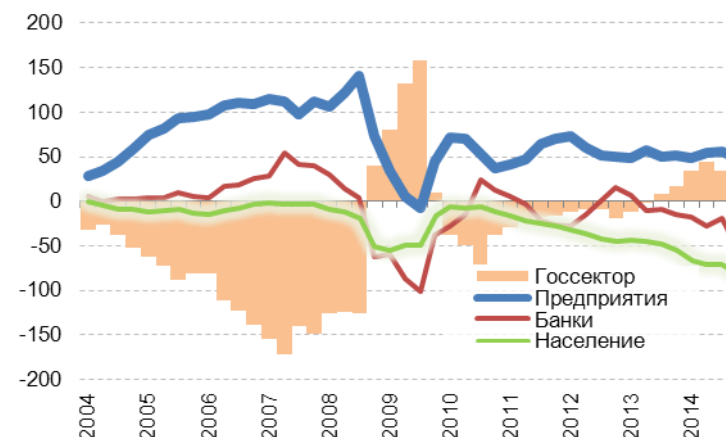
Для ответа на этот вопрос объединим все текущие и финансовые операции для каждого сектора экономики (в годовом выражении, за четыре квартала); иногда такое упрощение позволяет увидеть некоторые устойчивые тенденции. Из графика (рис. 2.4) видно:

- сальдо всех операций (текущих и финансовых) российских компаний в последние годы стабильно держится на уровне +50 млрд. долл.;
- баланс всех операций банковской системы, который в разные моменты меняется от плюса к минусу, в последнее время является отрицательным, превышает 50 млрд. долл. и к тому же увеличивается. Это нивелирует приток валюты от реального сектора;
- население, как правило, тянет платежный баланс «вниз». После окончания предыдущего кризиса это было связано с восстановлением зарубежного туризма, ростом зарплаты и трансфертами, а в последнее время – с повышенным спросом на наличную валюту вследствие неверия в рубль и российские банки;
- дефицит валюты компенсирует Банк России (резкий рост в четвертом квартале, причем в существенной части – за счет возвратных инструментов).

Как видно из графика (рис. 2.4), тенденции достаточно устойчивы, но впереди – год кризиса. Сохранятся ли они? В 2015 г. можно ожидать еще большего сокращения экспорта, импорта и инвестиционных выплат. Однако основной вопрос связан с оттоком капитала: будет ли «провал» у предприятий (как в 2009 г., рис.2.4), усилится ли наращивание валютных активов банковской системы, продолжит ли население покупки наличной валюты?

В значительной степени ответы на эти вопросы зависят от располагаемых ресурсов (как внешних, так и внутренних). На наш взгляд, приоритетом у частного сектора

Рис. 2.4. Объем совокупных (текущих и финансовых) операций различных секторов российской экономики (накопленным итогом за четыре квартала, в методологии платежного баланса), млрд. долл.



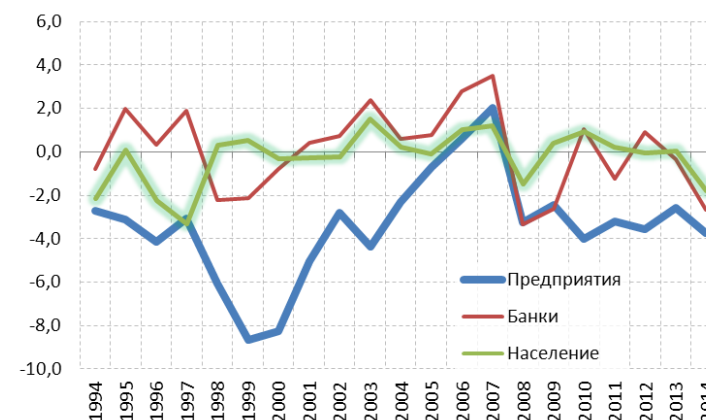
Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

будет погашение внешних долгов (компаниям предстоит выплатить как минимум 100 млрд. долл. в 2015 г.) при том, что внешние рынки капитала для нас закрыты. Поэтому усиление оттока капитала реального сектора вполне возможно. Что касается населения, то, с одной стороны, из-за падения доходов ему не на что будет покупать валюту, но, с другой стороны, если девальвация будет спровоцирована кризисом предприятий, оно может отреагировать новым витком валютизации имеющихся сбережений.

Чтобы оценить ресурсы различных секторов экономики, рассмотрим динамику оттока капитала относительно ВВП (рис. 2.5, 2.6). В период кризиса чистый отток капитала предприятий увеличивался по сравнению с докризисным периодом на 5–6% ВВП (в кризисы 1998 и 2008 гг.). Иными словами в 2015 г. он может составить около 9% ВВП. Даже при «обнулении» оттока со стороны банков и населения, предприятия смогут вывести из страны более 100 млрд. долл. (из расчета стабилизации курса доллара на текущем уровне). Отток может быть и меньше, если из-за дефицита рублевой ликвидности снизится «серый» отток капитала и отрицательный баланс прямых и портфельных инвестиций. Но нельзя забывать о банках и населении, которые будут болезненно реагировать на девальвацию рубля.

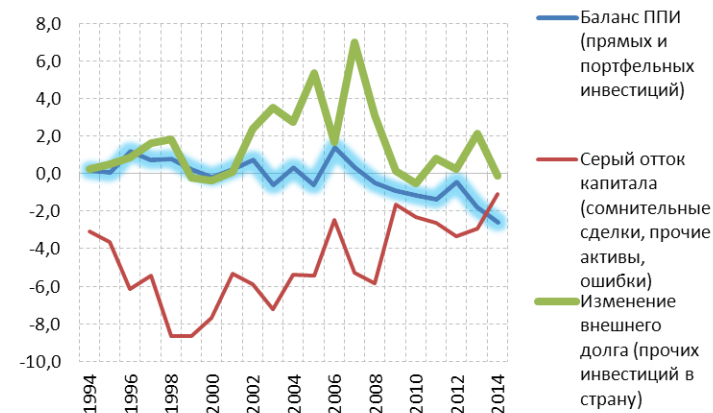
Похоже, при любом раскладе в 2015 г. чистый отток капитала частного сектора будет оставаться на высоком уровне. И если январь – достаточно благоприятный месяц в смысле баланса спроса (сезонное сокращение) и предложения (пристальный контроль со стороны ЦБ) на валютном рынке, то локальные пики платежей по внешнему долгу в феврале, июне и декабре могут поднять очередную девальвационную волну, не говоря уже об эффекте возможных новых санкций со стороны Запада в случае эскалации военного конфликта в Восточной Украине.

Рис. 2.5. Чистый приток/отток капитала частного сектора (накопленным итогом за четыре квартала), % ВВП



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

Рис. 2.6. Чистый приток/отток капитала предприятий (накопленным итогом за четыре квартала), % ВВП



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