

Платёжный баланс

5. Худшее позади?

Согласно оценкам Банка России, во втором квартале 2015 г. профицит счёта текущих операций составил 19 млрд долл., увеличившись за год более чем в полтора раза. При этом чистый отток капитала частного сектора по сравнению с прошлым годом даже немного снизился – до 20 млрд долл. Насколько устойчива тенденция к росту профицита текущего счёта и сокращения оттока капитала?

За первое полугодие положительное сальдо счёта текущих операций (СТО) превысило 48 млрд долл., что на 27% больше значения предыдущего года. На фоне падения нефтяных цен и экспорта в целом **увеличение притока валюты по текущим операциям поддерживается в основном за счёт сокращения импорта**, а также отрицательного сальдо услуг, доходов, оплаты труда и трансфертов (табл. 5.1). Более того, профицит СТО растёт не только по отношению к прошлому году – после пересмотра данных за первый квартал в сторону увеличения (СТО вырос на 5 млрд долл.) оказалось, что с начала года возобновился рост по отношению к предыдущему кварталу.

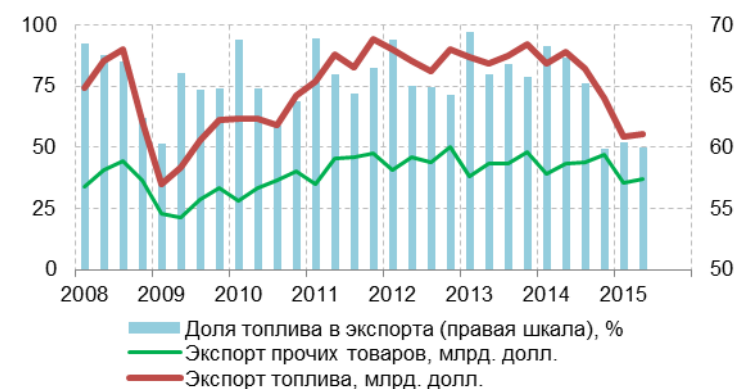
В то же время **тенденция к росту профицита СТО крайне неустойчива**. И дело не только в ценах на нефть. На фоне сокращения экспорта топлива в первом полугодии до уровня 55 млрд долл. в среднем за квартал (нефть и нефтепродукты, природный газ, рис. 5.1) доля прочих товаров в экспорте выросла до 40%, хотя в предыдущие годы она не превышала одной трети. При этом в абсолютном выражении в последнее время **нетопливный экспорт неуклонно снижается** – сначала на 2% (год к году) в третьем квартале 2014 г., затем на 9 и 14% в последующие два квартала (до 36 и 37 млрд долл. в первом и втором кварталах 2015 г., рис. 5.1). По данным таможенной статистики, за пять месяцев текущего года сократилась стоимость практически всех товаров с низкой добавленной стоимостью, продукции химической промышленности (год к году, рис. 5.2). На

Таблица 5.1. Счет текущих операций – оценка и факт за первое полугодие 2015 г., млрд долл.

	1 кв. 2015 г.			2 кв. 2015 г.		Справочно: 2 кв. 2014 г.
	оценка	факт	Δ	оценка	факт	
СТО	24	29	5	19	12	
Торговый баланс	40	44	4	44	45	
Экспорт	87	90	3	93	132	
Импорт	-46	-45	1	-49	-81	
Прочие операции	-17	-15	1	-25	-40	

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

Рис. 5.1. Динамика экспорта товаров, млрд долл.



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

плаву удержался лишь экспорт машиностроительной продукции и прочий экспорт – по всей видимости, положительное влияние оказало ослабление рубля. В целом за полугодие стоимость экспорта составила 183 млрд долл., более чем на четверть снизившись по сравнению с предыдущим годом.

Адаптация платежного баланса к падению экспорта происходит, главным образом, за счет сокращения импорта – до 45 млрд долл. в первом квартале текущего года (-37% год к году, рис. 5.3) и 49 млрд долл. во втором квартале (-40% год к году). Падение инвестиций и потребительского спроса привело к сокращению физических объемов импорта в мае до 44% год к году (рис. 5.4), в то время как цены упали всего на 11%, следуя за динамикой курса евро к доллару. Всего за полугодие было ввезено товаров на сумму 94 млрд долл. (падение на 39% год к году). Но падению физических объемов импорта есть предел – своего рода «прожиточный минимум», который не попадает под импортозамещение и без которого не смогут обойтись население и предприятия. **Во втором квартале нисходящая динамика импорта резко замедлилась** – до 5% к первому кварталу текущего года, с учетом сезонной корректировки, против падения почти на четверть кварталом ранее. Более того, ежемесячная сезонно-сглаженная динамика импорта в июне впервые за девять месяцев показала рост (см. предыдущее обозрение КГБ № 96).

Поскольку сокращение импорта в абсолютном выражении компенсировало более 80% падения экспорта в первом полугодии 2015 г., торговый баланс сократился всего до 89 млрд долл. против 102 млрд долл. годом ранее.

Неторговый дефицит (услуги, доходы, оплата труда и трансферты) во втором квартале текущего года составил 25 млрд долл. (рис. 5.5), а всего за полгода – 40 млрд долл. Это на 37% ниже, чем годом ранее (и в первом, и во втором кварталах темпы падения стабилизировались). С устранённой сезонностью **дефицит неторговых операций стал расти**. Этому способствовали как рост прибыли российских компаний и, соответственно, доходов к выплате нерезидентам, так и продолжающееся сокращение доходов от зарубежных активов.

Рис. 5.2. Структура и темп прироста стоимости прочего экспорта (без топлива) за январь-май 2015 г., %



Источник: ФТС России (последние данные – май 2015 г.), CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 5.3. Динамика импорта товаров, млрд долл.



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

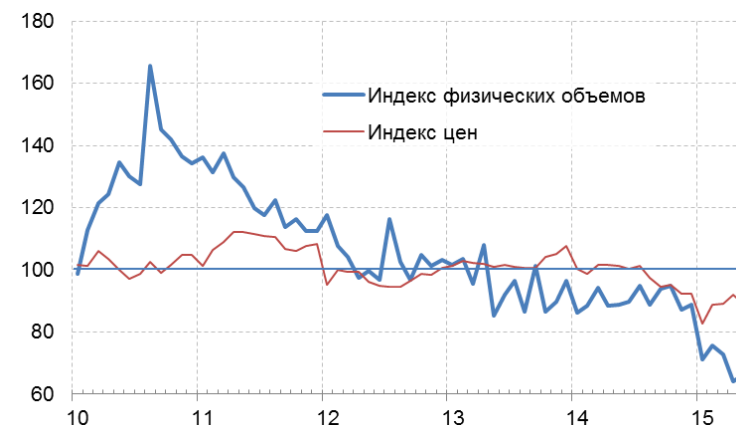
Учитывая сезонность импорта и неторговых операций, при стабильных нефтяных ценах мы ожидаем снижения СТО в третьем квартале ниже 10 млрд долл. с последующим ростом до 15–20 млрд долл. в конце года. Иными словами, приток валюты по текущим операциям, скорее всего, во втором полугодии будет выше, чем за аналогичный период прошлого года (сказывается эффект низкой базы). Однако этих валютных ресурсов хватит лишь в случае сокращения чистого оттока капитала частного сектора и рефинансирования внешнего долга предприятий.

Чистый отток капитала частного сектора снизился по сравнению с прошлым годом до 20 млрд долл. во втором квартале 2015 г. (рис. 5.6) и 53 млрд долл. за полугодие. Снижаются объёмы погашения внешнего долга, компании постепенно выходят на внешние рынки заимствования, покупка наличной валюты сменилась её продажей.

Несмотря на возобновление роста внешнего долга предприятий, проблема его рефинансирования не решена. Задолженность российских компаний перед нерезидентами на конец второго квартала текущего года составила 362 млрд долл. За три месяца долг вырос на 5,3 млрд долл., из которых 2,3 млрд долл., по нашим оценкам, составила валютная переоценка рублёвой части внешнего долга. Это означает, что при графике платежей во втором квартале 16 млрд долл. компании смогли привлечь почти 19 млрд долл. на внешних рынках. В целом за полугодие рефинансирование задолженности перед нерезидентами превысило 70%. Проблема только в том, что происходит это за счёт задолженности перед прямыми инвесторами – ни о каких масштабных новых займах, по всей видимости, речи не идёт. Аналогичная ситуация наблюдалась во втором квартале прошлого года – тогда внешний долг также вырос, но затем вновь стал снижаться. О том, что проблема рефинансирования внешнего долга не решена, можно видеть по банковской системе, которая по-прежнему не в состоянии привлекать новые займы (долг сокращается в соответствии с оригинальным графиком погашения).

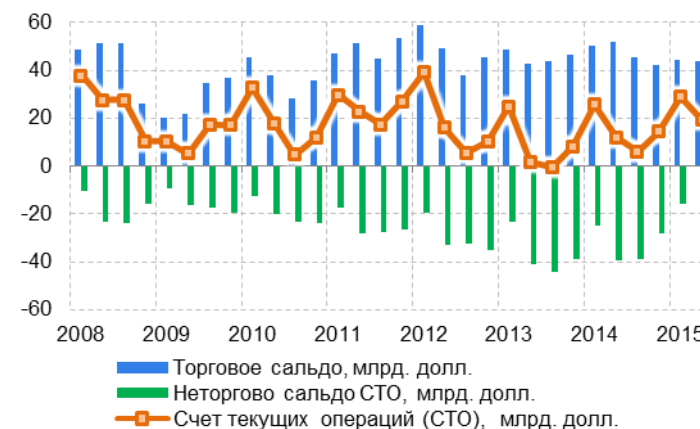
Всего за второй квартал 2015 г. чистый отток капитала предприятий составил 8 млрд долл. против 21 млрд долл. за предыдущий квартал и 3 млрд долл. годом

Рис. 5.4. Динамика цен и объемов импорта товаров, в % год к году



Источник: ФТС России (последние данные – май 2015 г.), CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 5.5. Динамика счета текущих операций, млрд долл.



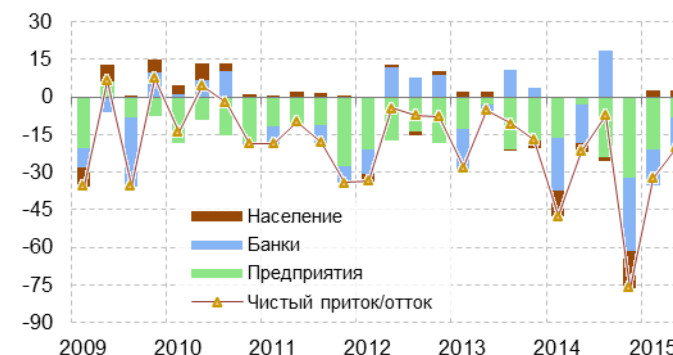
Источник: Банк России, CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

ранее (рис. 5.6). Ещё по 15 млрд долл. в квартал выводит из страны банковский сектор; если такая тенденция продолжится до конца года, чистый отток капитала частного сектора во втором полугодии может превысить 60 млрд долл. при условии рефинансирования внешнего долга предприятий. Чтобы «уложиться» в 70–80 млрд долл. по итогам текущего года, которые прогнозирует Минфин, потребуется сокращение валютных активов банков примерно на 30 млрд долл. во втором полугодии. Теоретически это возможно, тем более что для погашения своих внешних обязательств банкам потребуется 22 млрд долл., в то время как Центробанк «озабочен» наращиванием собственных валютных резервов. Однако истина, как говорится, лежит посередине.

Таким образом, мы не ожидаем существенного сокращения чистого оттока капитала частного сектора до конца года. При этом давление на рубль во втором полугодии может усилиться на фоне сезонного сокращения профицита СТО.

Сергей Пухов

Рис. 5.6. Чистый приток/отток капитала частного сектора, млрд долл.



Источник: Банк России, CEIC Data.