

до 73 долл./барр. в 2021 г. Нынешний уровень (чуть выше 40 долл./барр.) явно рассматривается как временный.

Общий вид прогнозной траектории курса рубля к доллару за прошедшие четыре месяца изменился мало: вся кривая переместилась «параллельным сдвигом» на 5–7 руб. в сторону ослабления рубля. С учетом прогнозируемой инфляции, которая, как предполагается, должна резко замедлиться сразу после исчерпания эффекта девальвационного шока, это означает довольно существенное (около 30%) реальное укрепление рубля, а вместе с этим – значительное снижение ценовой конкурентоспособности российских производителей. Правда, нарастание автаркии может привести к тому, что сама по себе конкурентоспособность российских товаров и услуг в сравнении с мировыми аналогами перестанет играть существенную роль в формировании экономической динамики. Однако впоследствии, при следующем раунде интеграции России в мировую экономику, отсутствие конкурентоспособной продукции может вновь – как в последние годы советской плановой системы – сыграть с нашей страной злую шутку. Сейчас не очень понятно, что этому можно было бы противопоставить.

Сергей Смирнов

Платёжный баланс

3. В состоянии равновесия

В четвертом квартале 2015 года профицит счета текущих операций сравнялся с чистым оттоком капитала частного сектора.

По нашим оценкам, положительное сальдо счета текущих операций (СТО) в четвертом квартале текущего года превысит 16 млрд долл. и по итогам года составит 66 млрд долл. (рис. 3.1), или 5,5% ВВП. **Рост профицита СТО в 2015 г.** по сравнению с предыдущим годом обусловлен следующими причинами.

Во-первых, произошло **резкое падение импорта**. В четвертом квартале, по нашим оценкам, будет ввезено товаров на сумму чуть более 50 млрд долл. (-32% год к году), а в целом за год – на 194 млрд долл. (-37%). **Слабый внутренний спрос не позволяет говорить о переломе тенденции** падения импорта. Реальные располагаемые денежные доходы населения в октябре были ниже прошлогодних на 5,6%, а за десять месяцев текущего года – на 3,5%. Падение оборота розничной торговли в последние месяцы выражается двузначными цифрами (-8,2% накопленным итогом с начала года). Инвестиции в основной капитал сократились в октябре на 5,2% г/г (-5,7% за десять месяцев).

Падение импорта в значительной степени позволило компенсировать потери экспортной выручки. В четвертом квартале экспорт товаров, по нашим оценкам, составит примерно 85 млрд долл., и 344 млрд долл. в целом за год. Рост физических объемов всего экспорта на 4% в текущем году, конечно, не может перевесить двукратное падение нефтяных цен, а также 20%-ное снижение цен на нетопливные товары, которые определяют динамику российского экспорта товаров за вычетом углеводородного сырья. Результатом стало снижение торгового профицита соответственно до 35 и 150 млрд долл. (рис. 3.2).

Во-вторых, **росту профицита СТО способствовало интенсивное сокращение дефицита по неторговым операциям** (сумма баланса услуг, доходов, оплата труда и трансфертов, рис. 3.2) – до 84 млрд долл. по итогам текущего года против 131 млрд долл. в 2014 г. В услугах в наибольшей степени сокращение произошло в части поездок. Погашение внешнего долга частным сектором привело к снижению процентных выплат нерезидентам. Эффект от роста рублевой прибыли перекрывался более сильным обесценением рубля, тем самым снижая выплаты нерезидентам от их участия в капитале российских компаний. Обесценение рубля также привело к сокращению долларовых переводов за рубеж и оплаты труда.

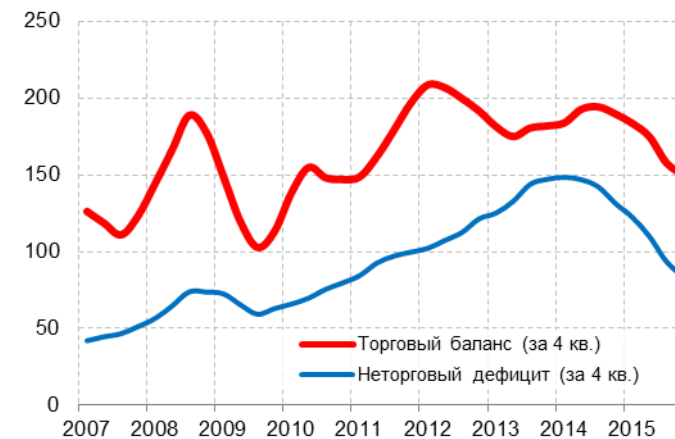
Профицита СТО оказалось достаточно, чтобы «профинансировать» чистый отток капитала (рис. 3.1). По нашим оценкам, в четвертом квартале чистый вывоз капитала частным сектором может составить около 15 млрд долл., и 60 млрд долл.

Рис. 3.1. СТО и отток капитала (в годовом выражении), млрд долл.



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

Рис. 3.2. Основные компоненты СТО (в годовом выражении), млрд долл.



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

по итогам текущего года. (153 млрд долл. за 2014 г.). Все участники валютного рынка в 2014-2015 гг. вышли на предельный уровень оттока капитала, сопоставимого с кризисом 2009 г. (кто-то раньше, кто-то позже – рис. 3.3). Это позволяет предположить, что **пик оттока капитала пройден**.

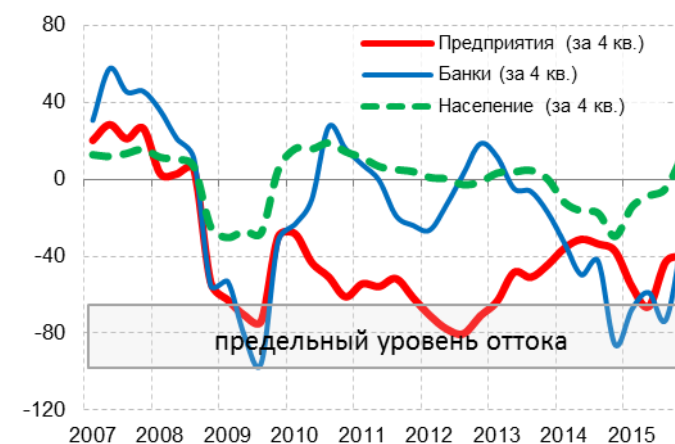
Реальный сектор является ключевым нетто-экспортером капитала. Однако дефицит ресурсов у предприятий в условиях плавающего валютного курса и высоких процентных ставок на внутреннем рынке, а также ограниченный доступ на внешний рынок капитала сузили все каналы вывода капитала в 2015 г. (рис. 3.4). Практически обнулится «серый» отток капитала, стало сокращаться отрицательное сальдо прямых и портфельных инвестиций. С момента введения санкций против России уровень рефинансирования внешнего долга российских компаний, по нашим оценкам, составил в среднем 68% от графика погашения (наибольшие проблемы возникли в первом квартале 2015 г.).

В четвертом квартале 2015 г. **российские банки продолжали наращивать чистую международную инвестиционную позицию (МИП)** и к концу года она может достигнуть 83 млрд долл. При этом чистый вывоз капитала по итогам года, по нашим оценкам, составит 32 млрд долл. (рис. 3.1). Закрытие внешнего рынка заимствований и девальвационные ожидания в условиях спада экономики и кредитования способствуют «уходу в валюту».

Население во второй половине текущего года возобновило покупки наличной валюты у российских банков. По нашим оценкам, в четвертом квартале население могло купить порядка 2 млрд долл. Однако это не превышает траты наличной валюты населением за рубежом. В результате **сальдо операций с наличной иностранной валютой остается положительным** и в целом за год может превысить 13 млрд долл. (рис. 3.1).

Адаптация платежного баланса к внешним и внутренним шокам снижает давление на курс рубля. Девальвационные ожидания в настоящее время связаны не только с падением нефтяных цен и экспорта в целом, но и с повышением процентных ставок ФРС США и ростом оттока капитала из России. Однако, по нашему мнению,

Рис. 3.3. Структура чистого притока/оттока капитала частным сектором, млрд долл. (в методологии РПБ5)



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

Рис. 3.4. Структура чистого притока/оттока капитала предприятиями, млрд долл. (в методологии РПБ5)



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

при сохранении политики плавающего курса рубля и умеренно жесткой денежно-кредитной политики дефицит ресурсов не позволит оттоку капитала «разгуляться».

За 20-летнюю историю платежного баланса банки не наращивали чистую МИП более трех лет подряд. При условии стабилизации курса рубля в 2016 году мы ожидаем, что со стороны банков чистый вывоз капитала как минимум прекратится, однако для смены направления потоков капитала нужны дополнительные стимулы (которых пока нет) – такие, как рост экономики и укрепление рубля. Предприятия продолжают вывоз капитала за рубеж (хотя и в меньших масштабах) из-за дефицита ресурсов. Операции населения с наличной валютой в условиях продолжения падения реальных доходов вряд ли будут определяющими для динамики чистого оттока по сравнению с другими секторами экономики. Таким образом, по нашей оценке, **в 2016 г. чистый отток капитала частным сектором вряд ли превысит 40 млрд долл.**

В условиях сокращения реальных доходов населения и инвестиций в основной капитал в 2016 г. не приходится рассчитывать на существенный рост импорта, при этом продолжают снижаться инвестиционные выплаты нерезидентам за счет сокращения внешнего долга. За счет этого профицит СТО может стабилизироваться в диапазоне 50-60 млрд долл. В итоге **приток валюты по текущим операциям в 2016 г. может превысить чистый отток капитала, что позволит Банку России нарастить резервы.**

Сергей Пухов