

неразвитых финансовых рынков страны могут быть вынуждены диверсифицироваться с целью страхования и, наоборот, специализироваться снова, когда финансовые рынки усиливаются, и портфельный мотив перестает доминировать над классическим мотивом использования сравнительных преимуществ во внешней торговле, требующим углубления специализации. Поэтому, помимо мер по скорейшему восстановлению роста, российской экономике, видимо, показаны решительные и креативные шаги по развитию финансового рынка и банковского сектора.

*Валерий Миронов*

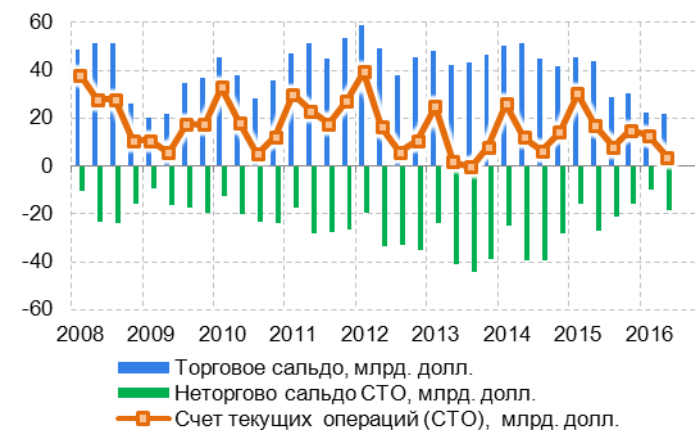
## Платежный баланс

### 3. СТО сокращается, давление на рубль усиливается

*Сальдо счёта текущих операций (СТО) во втором квартале текущего года, согласно оценке Банка России, сократилось до 3 млрд долл. (рис. 3.1). При этом произошло сокращение чистого оттока капитала частного сектора до 2 млрд долл. С учётом профицита финансовых операций денежных властей это позволило Центробанку немного нарастить резервы.*

Данные платёжного баланса не стали для нас большим сюрпризом, ежемесячная оценка Банка России позволяла говорить о крайне слабом профиците СТО и, в то же время, о чистом притоке капитала частного сектора в мае-июне. Поскольку запас прочности платёжного баланса в виде профицита СТО быстро таял,

**Рис. 3.1. Динамика СТО, млрд долл.**



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

равновесие валютного рынка всё в большей мере определялось за счёт финансовых операций частного сектора. Основной вопрос заключается в том, **насколько устойчива тенденция к возвращению капитала в Россию?** Учитывая зеркальность финансового и текущего счетов, рассмотрим сначала устойчивость профицита СТО.

В динамике СТО можно выделить три ключевых момента. С одной стороны, во втором квартале стоимость импорта со снятой сезонностью впервые за последние полтора года выросла (на 3%) по сравнению с предыдущим кварталом. **Оживление импорта** может быть связано с укреплением рубля, который только за второй квартал вырос на 13% (к предыдущему кварталу) в реальном выражении по отношению к доллару. При этом **продолжается сокращение нетопливного экспорта** (на 2% кв/кв после устранения сезонности, рис.3.2), несмотря на стимулирующую динамику обменного курса. С другой стороны, **дефицит по услугам и инвестиционным доходам со снятой сезонностью продолжает сокращаться**, однако масштабы этих операций значительно уступают экспортно-импортным. Для россиян по-прежнему закрыты популярные направления туризма – Турция и Египет, из-за проблем в экономике и действующих западных санкций снижаются доходы нерезидентов от участия в капитале российских компаний и процентные выплаты по внешнему долгу.

В условиях стабилизации нефтяных цен мы ожидаем, что **в третьем квартале топливный экспорт мало изменится** относительно предыдущего квартала. С учётом динамики остальных статей текущего счёта (особенно с возобновлением турпока в Турцию и Египет) и фактора сезонности, **профицит СТО будет близким к нулю**. Отсутствие притока валюты по текущим операциям, при прочих равных, является негативным фактором для валютных спекулянтов. К тому же осенний период традиционно неблагоприятен для валютного рынка. Приведёт ли это к усилению оттока капитала и, соответственно, ослаблению рубля?

Во втором квартале **финансовый счёт платёжного баланса** (без учёта резервных активов) впервые с конца 2012 г. **стал положительным**. С одной стороны,

Рис. 3.2. Динамика нетопливного экспорта, млрд долл.



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

госсектор оказался чистым заёмщиком капитала на сумму 3 млрд долл., с другой – чистый отток капитала частного сектора сократился до чуть более 2 млрд долл. (рис. 3.3), главным образом, за счёт предприятий.

Во втором квартале **российские компании** второй раз с момента введения финансовых санкций **смогли нарастить обязательства** перед нерезидентами на 7 млрд долл., что немногим меньше роста на 9 млрд долл. в третьем квартале прошлого года. Особенностью нынешнего притока капитала стало то, что сформирован он **практически полностью за счёт прямых иностранных инвестиций (ПИИ)** при их отсутствии годом ранее. Правда, одновременно возросли ПИИ за рубеж.

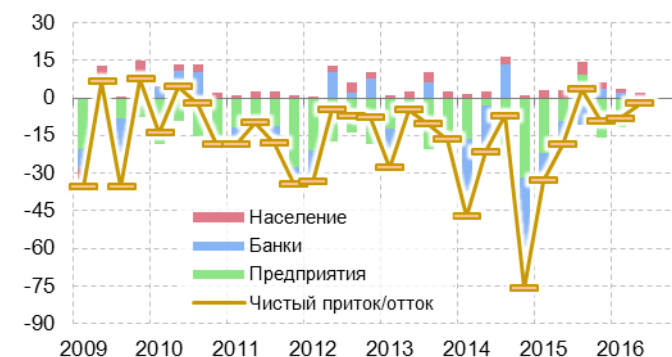
Для понимания тенденций в динамике оттока капитала предприятий рассмотрим его в функциональной разбивке в виде баланса прямых и портфельных (операции по активному и пассивному счетам), прироста обязательств и так называемого серого оттока капитала<sup>13</sup>. И для большей наглядности – в годовом выражении (сумма за последние четыре квартала) относительно ВВП (рис. 3.4).

Устойчивость финансового счёта, по нашему мнению, будет зависеть от динамики якорных инвестиций, в первую очередь, ПИИ предприятий. По нашему мнению, пока ещё сохраняется **долгосрочная (с 2009 г.) тенденция к увеличению дефицита по счёту прямых и портфельных инвестиций**. В краткосрочной перспективе возможен даже перелом тенденции, но в профицит, как это было перед кризисом 2008 г., мы не верим, поскольку ни макроэкономических, ни институциональных положительных сдвигов в лучшую сторону не наблюдается.

Крайне любопытная ситуация наблюдается в динамике **«серого» оттока капитала**. Имеет место долгосрочная (с 2000 г.) тенденция к его **сокращению**, в рамках которой мы допускаем локальное усиление оттока на 2-3% ВВП, учитывая его волатильность. По всей видимости, борьба Центробанка с «серыми» схемами

<sup>13</sup> Сумма сомнительных сделок, чистых ошибок и пропусков, а также прочие операции по активному счёту предприятий, за исключением прямых и портфельных инвестиций.

**Рис. 3.3. Динамика чистого притока (+)/оттока (-) капитала частного сектора, млрд долл.**



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

приносит свои плоды, но станет ли динамика «серого» оттока капитала «околонулевой» – покажет только время.

**Прирост прочих обязательств** (главным образом, кредитов от нерезидентов), похоже, **вновь становится актуальным**. С одной стороны, сократился внешний долг и, соответственно, платежи по нему, с другой – несмотря на санкции, компании постепенно начинают выходить на внешний рынок капитала (правда, рост задолженности происходит в основном перед прямыми инвесторами).

В целом, **в третьем квартале мы не исключаем сокращения оттока капитала по всем направлениям**: в виде дефицита прямых и портфельных инвестиций, дальнейшего роста обязательств в условиях меньших плановых платежей в погашение внешнего долга по сравнению с предыдущим кварталом, а также сокращения «серого» оттока. В этом случае **обменный курс вряд ли выйдет из диапазона 60-70 руб./долл.** в зависимости от колебания нефтяных цен.

Однако существующие **риски возобновления тенденции падения нефтяных цен** из-за роста добычи в США и избыточных запасов, а также риск **повышения ключевой ставки ФРС** в сентябре и декабре текущего года на фоне улучшения макропоказателей американской экономики, могут легко развернуть процесс сокращения оттока. Реализация этих рисков, вероятность которой высока, может привести к **ослаблению национальной валюты до 70 руб./долл. и выше**. Но ослабление спроса на импорт в этом случае не позволит доллару разгуляться и превышения годовых максимумов мы не ожидаем.

*Сергей Пухов*

**Рис. 3.4. Динамика чистого притока (+)/оттока (-) капитала предприятий (накопленным итогом за четыре квартала), % ВВП**



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