

Платежный баланс

2. Дно пройдено, перспективы роста туманны

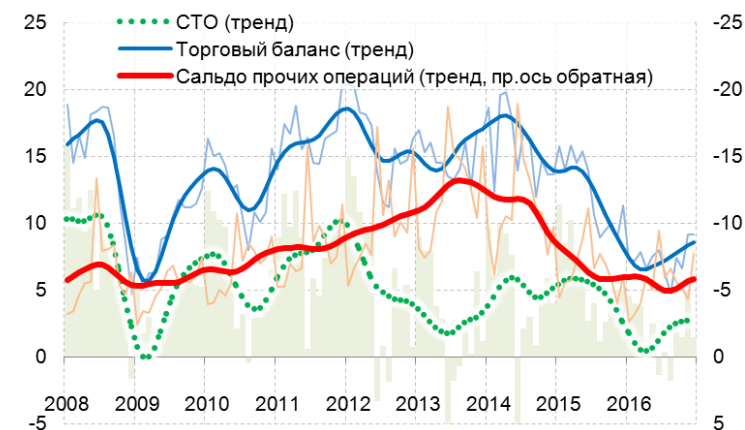
Стоимость экспортных и импортных операций в начале 2016 года достигла минимума, при этом скорость их последующего восстановления оказалась разной. В результате сформировался растущий тренд в динамике профицита торгового баланса и счёта текущих операций, а также в динамике спроса и предложения валюты в целом по текущим и финансовым операциям.

На основе анализа ежемесячного платёжного баланса с учётом оценок за последние три месяца 2016 года можно выделить следующие ключевые тенденции.

Во-первых, начиная с мая прошлого года наметился **рост торгового баланса**. К концу года торговый профицит, очищенный от сезонных колебаний (рис. 2.1), вырос почти до 9 млрд долл. Несмотря на 30%-ный рост за 8 месяцев, профицит значительно уступает показателям 2015 года и его рост происходит более медленными темпами, чем в кризис 2009 года при сопоставимой глубине падения. Как и ранее, возобновлению роста торгового баланса способствовало **улучшение конъюнктуры на мировых рынках** (рис. 2.2). Переходу к растущей тенденции с февраля прошлого года способствовала смена политики ОПЕК и решение о глобальном сокращении добычи в совокупности с независимыми нетто-экспортёрами нефти. В настоящее время рост нефтяных цен происходит более медленными темпами, чем в предыдущие кризисы. Сдерживающим фактором становится восстановление добычи сланцевой нефти в США. В этих условиях дальнейшее расширение торгового профицита в значительной степени будет определяться восстановлением импорта.

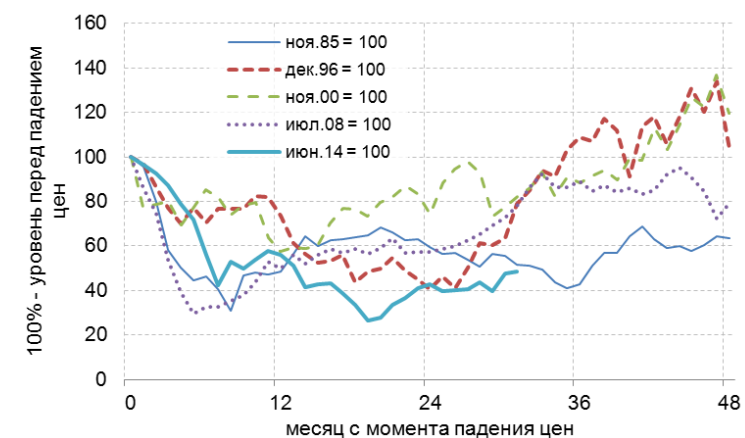
Стоимость импорта, очищенного от сезонности и случайных колебаний (рис. 2.3), с начала прошлого года **стала расти**. К середине года ежемесячный прирост достигал уже 1% (14% в годовом выражении), но к концу года стал ослабевать. С одной стороны, укрепление рубля в течение года повышало покупательную способность

Рис. 2.1. Счёт текущих операций, млрд долл.



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

Рис. 2.2. Динамика нефтяных цен в условиях кризиса



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

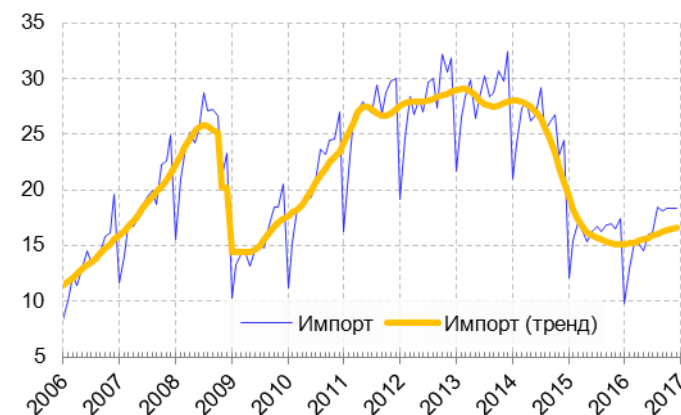
населения и предпринимателей. С другой стороны, продолжительное падение потребительского и инвестиционного спроса сдерживало восстановление импорта. Стремление властей ограничить рост рубля за счёт покупки валюты Минфином не пойдёт на пользу импорту. Учитывая сохраняющуюся негативную динамику реальных доходов населения, трудно рассчитывать на двузначные темпы роста импорта в текущем году.

Во-вторых, **возобновился рост дефицита по неторговым операциям** (услуги, доходы и оплата труда, трансферты). Нижняя точка, по всей видимости, была пройдена ещё в августе прошлого года (чуть менее 5 млрд долл., рис. 2.1). Последующий рост был вызван увеличением инвестиционных выплат нерезидентам. Это не удивительно, если учесть хороший финансовый результат (прибыль минус убыток) российских организаций за прошедший год (на 17% выше показателя 2015 года). Кроме того, внешний долг компаний перестал сокращаться, а в конце года наметилась даже тенденция к его росту, что при прочих равных приведёт к росту процентных выплат. Ожидаемое открытие Египта для туристов в текущем году усилит дефицит по услугам.

Рост неторгового дефицита будет препятствовать расширению положительного сальдо текущего счета. Профицит СТО достиг минимальной отметки 0,5 млрд долл. (с устранённой сезонностью) в апреле прошлого года одновременно с торговым балансом. В сентябре профицит вырос до 2,6 млрд долл., но к концу года рост резко замедлился (рис. 2.1). В декабре положительное сальдо СТО в годовом выражении вышло на уровень 34 млрд долл. Это в полтора раза выше профицита за весь 2016 год.

В-третьих, **прекратилось снижение зарубежных активов и обязательств частного сектора** (рис. 2.3). В условиях падения внутреннего спроса и ограниченного из-за санкций доступа к внешнему рынку капитала банки продолжали сокращать свой внешний долг. В то же время предприятия, на которые приходится три четверти всего долга частного сектора, под конец прошлого года смогли нарастить свои долговые обязательства перед нерезидентами. Растёт приток прямых иностранных инвестиций, но их уровень остаётся в разы меньше, чем после кризиса 2008 г. Несколько улучшила статистику продажа пакета акций Роснефти. Но для платёжного баланса эта операция

Рис. 2.3. Динамика стоимости импорта, млрд долл.



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

Рис. 2.4. Прирост обязательств и активов по финансовому счёту частного сектора за 12 месяцев, млрд долл.



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

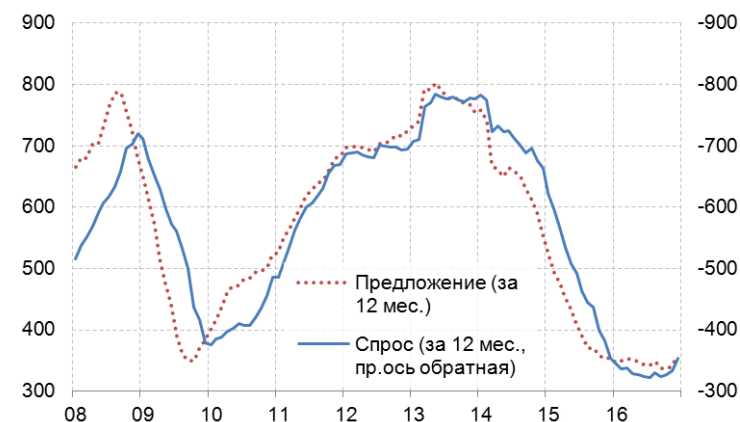
оказалось нейтральной, подняв лишь обороты по дебету и кредиту – сначала ресурсы были выданы нерезидентам, затем получены обратно. Денежные власти объясняют столь изощрённый механизм этой сделки желанием оградить валютный рынок от чрезмерных колебаний. Но по сути новых денег в экономике не появилось, они лишь были переложены из одного кармана в другой. При этом чистый приток капитала частного сектора, по нашим оценкам, в декабре не превысил 1 млрд долл. при чистом оттоке от 1 до 6 млрд долл. в предыдущие несколько месяцев.

В-четвертых, увеличился спекулятивный спрос на госбумаги и роль госсектора.

Высокая доходность на внутреннем рынке госдолга и укрепляющийся рубль являются крайне привлекательными для операций подобных carry trade. Не случайно доля нерезидентов на рынке ОФЗ, по данным Банка России, выросла с 21% в начале прошлого года до 27% в конце сентября (на 0,4 трлн руб.). В платёжном балансе это отразилось в увеличении портфельных инвестиций на вторичном рынке госбумаг более чем на 5 млрд долл. за первые три квартала прошлого года. В данном случае речь идёт о спекулятивных операциях, поэтому уже в конце года значительная часть денег (почти 4 млрд долл.) ушла с рынка. Скорее всего, в текущем году Банк России будет придерживаться жёсткой денежно-кредитной политики, и процентные ставки останутся на относительно высоком уровне. Это будет по-прежнему привлекать иностранных инвесторов на внутренний долговой рынок.

В отсутствии валютных интервенций Банка России, **новым игроком на внутреннем валютном рынке становится Минфин**, который с февраля начинает покупать валюту в объёме дополнительных нефтегазовых доходов. По разным оценкам, объём покупки в текущем году может составить порядка 17 млрд долл. (в зависимости от цен на нефть и курса рубля). Уже само по себе решение Минфина приостановило укрепление рубля, а с начала покупок можно ожидать его ослабление. Насколько сильным оно будет, можно судить хотя бы по масштабам операций платёжного баланса. Общий объём спроса на валюту на внутреннем рынке по текущим и финансовым операциям (импорт товаров и услуг, выплата нерезидентам доходов от участия в капитале российских компаний, оплата труда и выплаты по текущим трансфертам,

Рис. 2.5. Спрос и предложение валюты по текущим и финансовым операциям за 12 месяцев, млрд долл.



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

приобретение зарубежных активов с учётом ошибок и пропусков) составляет в настоящее время около 350 млрд долл. в годовом выражении (рис. 2.4). В этом случае покупка валюты Минфином составляет менее 5% этого объёма. Поскольку операции Минфина предсказуемы, участники рынка быстро адаптируются к новым правилам игры и влияние на курс (ослабление рубля), по нашим оценкам, вряд ли превысит те же 5% от текущего уровня при прочих равных. При этом адаптация может идти как за счёт сокращения притока спекулятивного капитала, так и за счёт торможения роста импорта.

Сергей Пухов

Реальный сектор

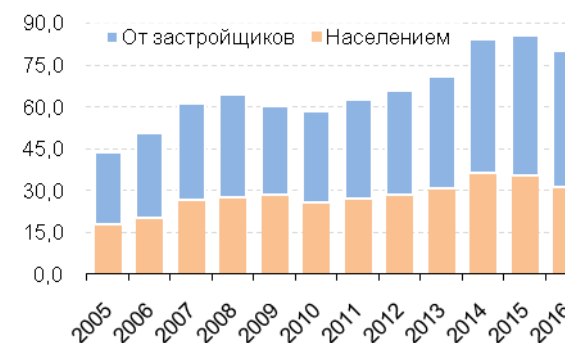
3. Рынок жилья в 2016 году вытеснила льготная ипотека

В 2016 г. после пятилетнего периода (2011-2015 гг.) бурного роста вводов жилья произошло их снижение, при этом годовая динамика вводов в сегменте индивидуального домостроения оказалась наихудшей с начала 2000-х годов. Снизилось и предложение нового жилья в индустриальном сегменте. Также впервые с 2011 г. Росстатом зафиксировано падение среднего индекса цен на жилищном рынке. Спрос на жильё в 2016 г. из-за продолжающегося снижения реальных доходов населения сложился ниже уровня 2014 г., но, судя по данным Банка России о масштабах ипотечного кредитования, превысил показатели 2015 г. на 26-30% в основном благодаря государственной программе льготной ипотеки. Чем ещё данная программа поддержала рынок жилья в 2016 г.?

По предварительным данным Росстата⁵, в 2016 г. ввод жилья составил 79,8 млн кв. м, не дотянув до абсолютно рекордных показателей предыдущих двух лет

⁵ Окончательные цифры, скорее всего, будут выше на 1-1,5 млн. кв. м. Так было и в 2013-2015 гг. Уточнение предварительных результатов связано с тем, что данные Росстата приводятся по состоянию на 20-25

Рис. 3.1. Ввод в действие жилых домов, млн кв. м



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ