

агентов в способности влиять на инфляцию (особенно при активном освещении в СМИ), что ускорит адаптацию инфляционных ожиданий населения и бизнеса к желаемым со стороны ЦБ уровням.

При этом какие-либо страхи возможной дефляции в России лишены основания. Дефляция опасна тогда, когда она возникает на фоне мягкой и ультрамягкой монетарной политики, как в США и Евросоюзе, где ставки центральных банков близки к нулю. В России же ключевая ставка ЦБ высокая, поэтому в случае угрозы дефляции у ЦБ будет огромный простор для ослабления политики.

Николай Кондрашов

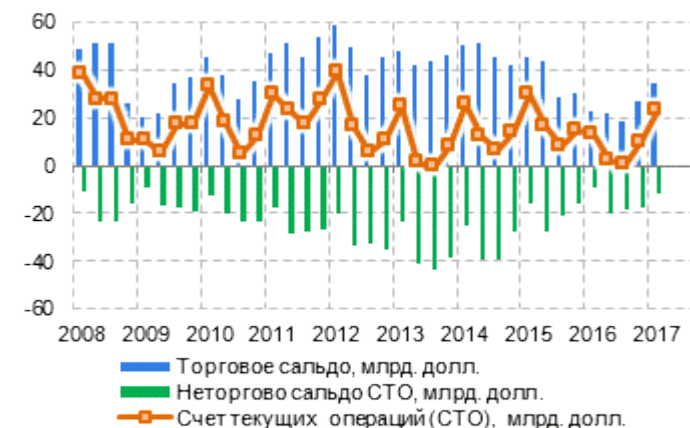
Платёжный баланс

5. Рост экспорта способствовал укреплению рубля

Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) в первом квартале текущего года достиг 22,8 млрд долл. (рис. 5.1), максимального уровня за последние два года, главным образом, за счёт роста экспорта. Одновременно с этим вырос до 15,4 млрд долл. чистый отток капитала частного сектора, несмотря на положительный эффект от приватизации Роснефти.

Высокий профицит СТО в первом квартале текущего года стал возможным благодаря **росту стоимости российского экспорта** до 82 млрд долл. Если в январе и феврале стоимость экспорта «замерла» на уровне чуть более 25 млрд долл., то в марте, по нашим расчётам, экспорт подскочил до 31 млрд долл. (рис. 5.2). При снижении (к предыдущему месяцу) мировых цен на нефть и газ, а также цен на нетопливные товары, рост экспорта, по всей видимости, произошёл за счёт сезонного и календарного факторов в динамике физических объёмов. Тенденции роста стоимости импорта и дефицита по прочим операциям СТО (о которых мы писали в нашем КГБ №126) не смогли перевесить прирост экспорта в марте. Как

Рис. 5.1. Счёт текущих операций, млрд долл.



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

следствие, в этом месяце существенно выросло положительное сальдо торгового баланса (12,9 млрд долл.) и СТО (до 8,7 млрд долл.).

Другой особенностью платёжного баланса за первый квартал стало **усиление чистого оттока капитала частного сектора (рис. 5.3)**. Положительное влияние на финансовый счёт оказал завершающий этап приватизации 19,5% акций «Роснефти». Российские банки, вероятнее всего, прокредитовали банк Intesa (Италия) на 5,2 млрд евро, что нашло отражение в резком росте зарубежных активов российской банковской системы в платёжном балансе. В свою очередь, итальянский банк на ту же сумму выдал кредит сингапурской компании QHG Shares, которая погасила кредит перед «Роснефтегазом», перечислив 10,2 млрд евро². Это нашло отражение в прочих операциях с активами нефинансового сектора. Без этих операций чистый отток капитала частного сектора был бы ещё большим. Однако всё это касается лишь показателей за январь, когда чистый отток капитала, согласно ежемесячным оценкам Банка России, составил всего 2,2 млрд долл. С учётом данных за февраль и в целом за первый квартал, в марте чистый отток, согласно нашим расчётам, превысил 10 млрд долл. – максимум с третьего квартала 2015 года. Поскольку в марте текущего года наблюдался рост экспортной валютной выручки, значительную часть оттока капитала можно объяснить поведением предприятий. При том, что в целом за квартал российские компании выступили нетто-импортёрами капитала, нарастив внешние обязательства, в феврале-марте (т.е. после исключения январского погашения кредита сингапурской компанией «Роснефтегазу») капитал вывозился.

Похоже, значительный **профицит СТО стал основным драйвером роста рубля** в первом квартале. В январе среднемесячный курс рубля вырос на 3,7% к доллару, в феврале – на 2,7% и ещё на 0,5% в марте. Положительное сальдо операций госсектора (Минфина и Банка России) по финансовому счёту без учёта международных резервов за три месяца составило 3,7 млрд долл., из которых всего 1,3 млрд долл. – прирост обязательств Минфина перед нерезидентами. Если

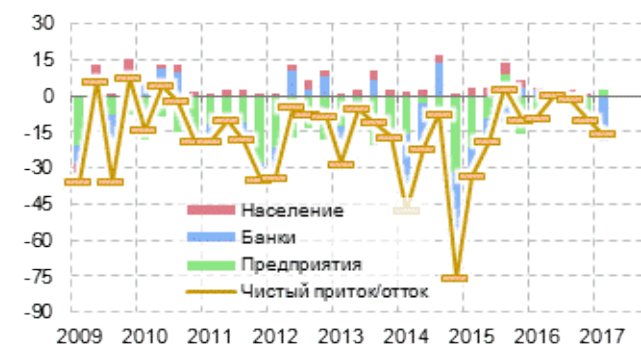
² <http://www.rbc.ru/economics/16/01/2017/587d01469a7947eff3e09eaa>

Рис. 5.2. Динамика стоимости экспорта, млрд долл.



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

Рис. 5.3. Чистый приток/отток капитала частного сектора, млрд долл.



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

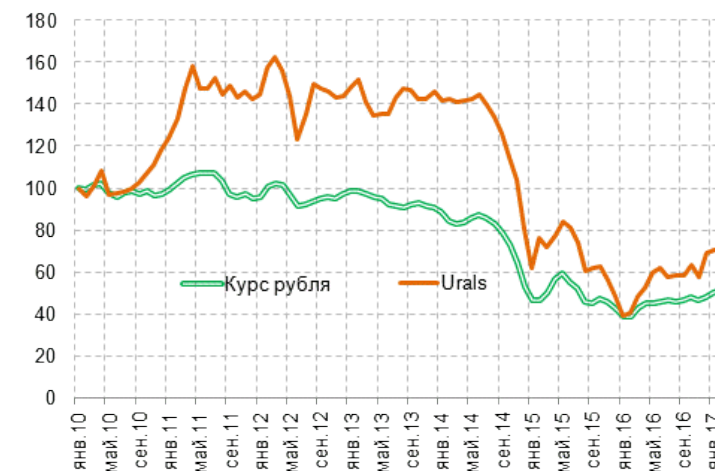
к этому добавить сокращение портфельных инвестиций нерезидентов в нефинансовом секторе за три месяца, краткосрочные инвесторы в целом снизили свою активность на внутреннем валютном рынке. Таким образом, расхождение в динамике нефтяных цен и обменного курса, наблюдаемое в марте (рис. 5.4) в значительной степени объяснялось, скорее, ростом экспортной валютной выручки от возросших физических объёмов, нежели спекулятивными операциями.

Если с текущей ситуацией мы разобрались, то **перспектива чистого оттока капитала частного сектора** остаётся по-прежнему туманной. Согласно консенсус-прогнозу Института «Центр развития» НИУ ВШЭ (см. КГБ №127), при среднегодовых ценах на нефть 52 долл./барр. профит СТО оценивается опрошенными экспертами в среднем на уровне 40 млрд долл. Это близко к прогнозу Банка России (см. мартовский Доклад о денежно-кредитной политике). Это означает, что в оставшееся время до конца года приток валюты по текущим операциям должен составить 17,2 млрд долл. Вычитаем из этой суммы рост резервов за счёт погашения банками валютного РЕПО (4,6 млрд долл.) и покупку валюты Минфином (по разным оценкам, от 11 до 14 млрд долл.). В итоге чистый отток капитала частного сектора с 15 млрд долл. в первом квартале может резко сократиться до конца текущего года и составить ещё максимум 2 млрд долл. При повышенном спросе на валюту со стороны Минфина место для оттока частному сектору вообще не остаётся.

Кроме того, существует **высокий риск ухода из госбумаг части краткосрочных инвесторов**. Этому могут способствовать сближение снижающихся рублёвых процентных ставок с растущими ставками в развитых странах, снижение склонности к рискам в связи с возможным ужесточением западных санкций к России из-за химической атаки в Сирии, а также политика денежных властей, препятствующая укреплению рубля (покупка валюты Минфином и словесные интервенции министров финансового блока).

Если по каким-то причинам до конца года будет иметь место чистый отток капитала частного сектора, спрос на валюту превысит предложение, **рубль начнёт**

Рис. 5.4. Динамика курса рубля и нефти, 01.2010=100



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

интенсивно снижаться, сокращая спрос на импорт, тем самым, приводя к большему росту предложения валюты по текущим операциям.

Сергей Пухов

Реальный сектор

6. Прибыль экономики³ 2016 г. в помощь ВВП

По данным Росстата, в 2016 г. сумма валовой прибыли и валовых смешанных доходов экономики осталась на уровне предыдущего года и составила 36,4 трлн руб., а её вклад в формирование ВВП по источникам доходов снизился относительно 2015 г. на 1,4 процентных пункта. В то же время, сальдированный финансовый результат³ в 2016 г. вырос на 3,2 трлн руб. и достиг рекордных 11,6 трлн руб., а его удельный вес в ВВП увеличился до 13,5% против 10,1% в 2015 г. Как была заработана небывалая прибыль? И причём тут курс рубля?

По данным Росстата, в 2016 г. выручка от продаж³ составила 144,6 трлн руб., увеличившись к предыдущему году на 13,7%. Себестоимость, включая коммерческие и управленческие расходы³, росла опережающим темпом (на 15%). Несмотря на это, **сальдированный финансовый результат экономики³** (с учётом незначительного пересчёта Росстатом данных за 2015 г. в сторону уменьшения) **вырос на 37,9% до 11,6 трлн руб.** Чтобы понять, как и почему сложился такой итоговый финансовый результат, рассмотрим основные его составляющие: сальдированную прибыль от продаж и сальдо по «внеоперационным»⁴ операциям, а также их динамику.

³ Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых компаний и бюджетных учреждений.

⁴ В данном случае финансовый результат экономики от «внеоперационных» операций представляет собой разницу между сальдированной прибылью до налогообложения и сальдированной прибылью от продаж и включает доходы от участия в других организациях, сальдо по процентам к получению и уплате,