

Платёжный баланс

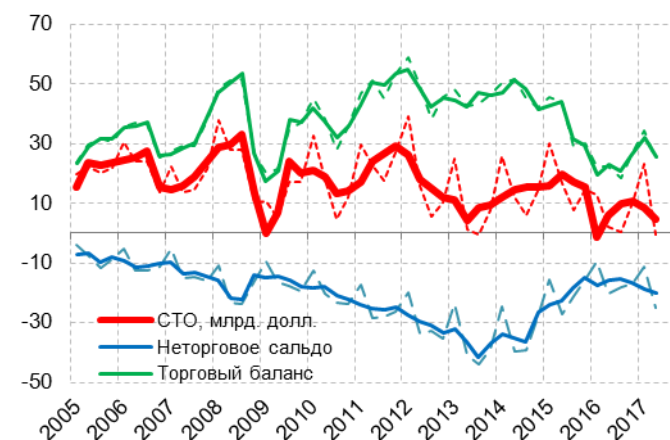
4. «Денег нет, но вы держитесь!» – СТО обнулится, но рубль пока держится

Согласно оценке Банка России, сальдо счёта текущих операций (СТО) во втором квартале оказалось отрицательным и составило -0,3 млрд долл. (рис. 4.1). Одновременно с этим сформировался чистый приток капитала частного сектора в размере 2,9 млрд долл. Не типичная для российской экономики конструкция платёжного баланса (дефицит по текущему счёту и профицит – по финансовому) стала следствием роста импорта и инвестиционных выплат.

Последний раз небольшой дефицит СТО наблюдался в третьем квартале 2013 года, а до этого – лишь перед кризисом 1998 года. Оба эти события впоследствии сопровождалось ослаблением рубля и восстановлением профицита СТО. Стоит ли ждать падения рубля в этот раз? В июне национальная валюта, впервые за пять месяцев, вновь стала обесцениваться, достигнув 60 руб./долл. В первой декаде июля это процесс продолжился. Безусловно, основным лейтмотивом ослабления рубля стало снижение нефтяных цен. В то же время данные Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) свидетельствуют о выводе четвертый месяц подряд средств из фондов, ориентированных на российские активы. Похоже, надежды на Трампа не оправдались, и потепления отношений с США, впрочем, как и с ЕС, в ближайшее время ожидать не стоит. В то же время для очередного валютного кризиса пока нет оснований.

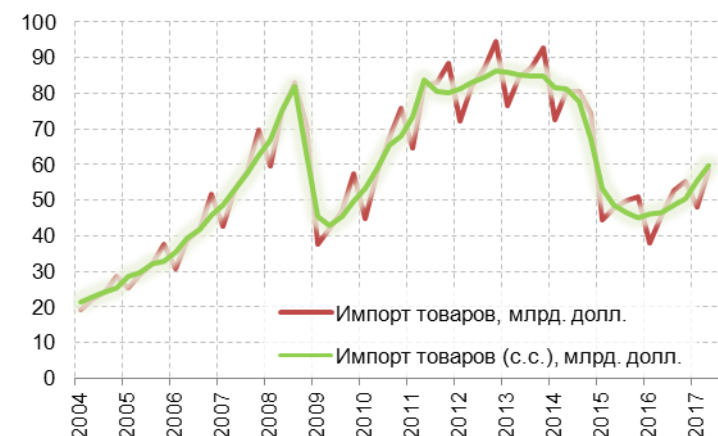
Во втором квартале произошло снижение нефтяных цен до 48,6 долл./барр. против 52,3 долл./барр. в среднем за первые три месяца текущего года. Однако сокращение стоимости экспорта российского топлива (нефть, нефтепродукты и газ) полностью компенсировалось **ростом прочего экспорта**. Несмотря на падение нефтяных цен в отдельные дни до 43 долл./барр., мы не ожидаем скорого повторения нефтяного кризиса в условиях заморозки добычи нефти странами ОПЕК+.

Рис. 4.1. Динамика счёта текущих операций (факт и с устранённой сезонностью), млрд долл.



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

Рис. 4.2. Динамика стоимости импорта, млрд долл.



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

С начала прошлого года имеет место **тенденция к росту стоимости импорта** товаров, с устранённой сезонностью (рис. 4.2), которая ускорилась за последние два квартала (соответственно на 10% и 7% к предыдущему периоду). Такая динамика, безусловно, оказывает давление на платёжный баланс и может стать причиной дефицита СТО и ослабления рубля в случае стагнации экспорта.

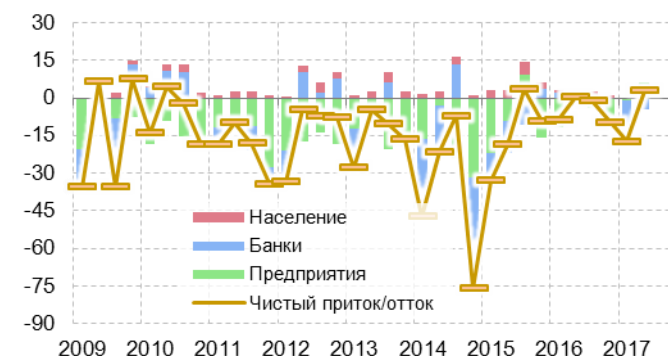
Три последних квартала подряд **растёт совокупный дефицит услуг и доходов** (рис. 4.1). Быстрыми темпами восстанавливается импорт услуг в части поездок российских граждан за рубеж. Снижение зарубежных активов частного сектора в условиях санкций приводит к падению получаемых из-за рубежа доходов. Адаптация к зарубежным санкциям и рост заимствований российских компаний за рубежом сопровождается ростом инвестиционных выплат нерезидентам.

С учётом текущих тенденций, при сохранении текущих цен на нефть во втором полугодии можно ожидать **сокращения положительного сальдо СТО** до 14 млрд долл. (согласно июньским оценкам Банка России) по сравнению с 23 млрд долл. в первом полугодии. В этом случае резко возрастает зависимость рубля от оттока капитала.

Чистый приток капитала частного сектора во втором квартале текущего года составил почти 3 млрд долл. Этому способствовало **увеличение ПИИ в российскую экономику** до 9 млрд долл. Однако в какой степени этот рост связан с приходом новых инвесторов или с реинвестированными доходами (во втором квартале начисляются дивиденды) – станет известно позже. В результате российские компании стали нетто-импортёрами капитала – второй раз за последние восемь лет. Однако в условиях сохранения санкций против России такое состояние (чистый приток капитала) вряд ли можно назвать устойчивым.

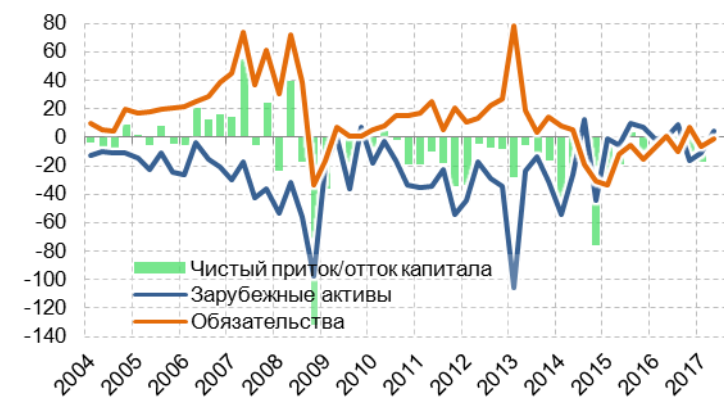
Российские банки по-прежнему вынуждены сокращать зарубежные активы, чтобы расплатиться по внешним обязательствам. Происходит **рост чистой международной инвестиционной позиции банковской системы** (активы превышают обязательства).

Рис. 4.3. Динамика притока/оттока капитала частного сектора по секторам экономики, млрд долл.



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

Рис. 4.4. Динамика притока/оттока капитала частного сектора по направленности потоков, млрд долл.



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

По всей видимости, во втором полугодии сохранится чистый отток капитала. Банк России оценивает его масштаб на уровне 5 млрд долл. Но это все равно почти в три раза меньше ожидаемого профицита СТО. Если этот прогноз сбудется, со стороны финансового счета давление на **российский рубль** будет оказывать лишь покупка валюты Минфином.

Сергей Пухов

Бюджет

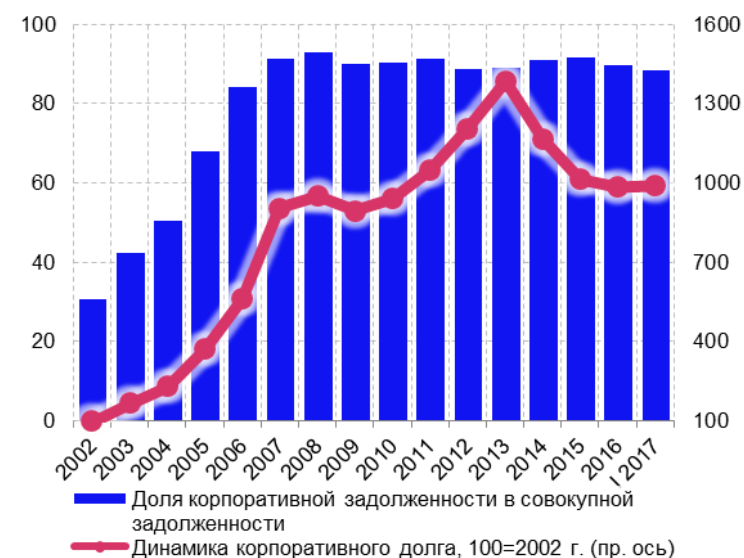
5. Долг в условиях санкций

В соответствии с уточненными данными Банка России, российский корпоративный внешний долг за 2016 г. сократился всего на 3% – намного меньше, чем в 2014 и 2015 гг. В первом квартале 2017 г. этот показатель вырос на 1%. Такая динамика в условиях сохранения санкций свидетельствует об изменениях в структуре корпоративных заемщиков.

Вначале обратимся к недавней истории. Первая половина 2000-х гг. характеризовалась активным ростом внешней корпоративной задолженности, составлявшей с 2007 г. порядка 90% совокупного внешнего долга. За период с конца 2002 г. по начало 2014 г. долг финансовых и нефинансовых компаний России вырос почти в 14 раз (!) – с 47,0 млрд долл. до 651,2 млрд долл. Наибольшего объема (659,4 млрд долл.) этот показатель достиг в середине 2014 г. – к моменту принятия секторальных санкций, ограничивших доступ крупнейших российских компаний на внешние финансовые рынки.

После принятия секторальных санкций абсолютная величина задолженности корпораций начала сокращаться (рис. 5.1). В 2014 г. это сокращение составило 16%, в 2015 г. – 13% (в 2012 и 2013 гг. темп прироста задолженности составлял 15%). В 2016 г. быстрое сокращение прекратилось: в I квартале внешняя

Рис. 5.1. Индекс роста и доля корпоративного долга в общем объеме внешнего долга, %



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