

В заключение отметим, что с учётом вклада девяти месяцев в годовую прибыль экономики, рассчитанного за период 2006–2016 гг. и составившего 73%, по итогам 2017 г. можно ожидать получение сальдированного финансового результата в размере 9,9–10,4 млрд руб. С учетом роста налогообложения (с использованием основной ставки налога на прибыль) это означает, что объем прибыли, остающейся в распоряжении организаций (после налогообложения), в 2017 г. окажется на 8% меньше, чем в 2016 г., и лишь на 1% больше, чем в кризисном 2015 г. Вполне очевидно, что это отрицательным образом скажется на склонности к инвестированию.

Елена Балашова

Платёжный баланс

4. Избыток валюты уходит за рубеж

Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) за январь–ноябрь 2017 г. составил 35,6 млрд долл., а чистый отток капитала частного сектора – 28 млрд долл. Причём в последние месяцы приток валюты по текущему счёту усилился. Её избыток абсорбировался ростом спроса на валюту со стороны частного сектора. Стабилизация нефтяных цен и инерционность оттока капитала могут привести к росту давления на рубль в наступающем году.

Основной вклад в увеличение профицита СТО, безусловно, внёс экспорт товаров. Топливный экспорт следовал за ростом нефтяных цен, в то время как экспорт прочих товаров стагнировал. Устранение сезонности и случайных колебаний в динамике прочего экспорта (рис. 4.1) показывает, что в последние пять месяцев стоимость этой группы товаров практически не меняется и составляет чуть более 12 млрд долл. В совокупности с заморозкой добычи нефти и снижением

Рис. 4.1. Экспорт товаров, млрд долл.



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

физических объёмов экспорта топлива это сдерживает рост всего экспорта, стоимость которого по итогам года может составить 353 млрд долл.

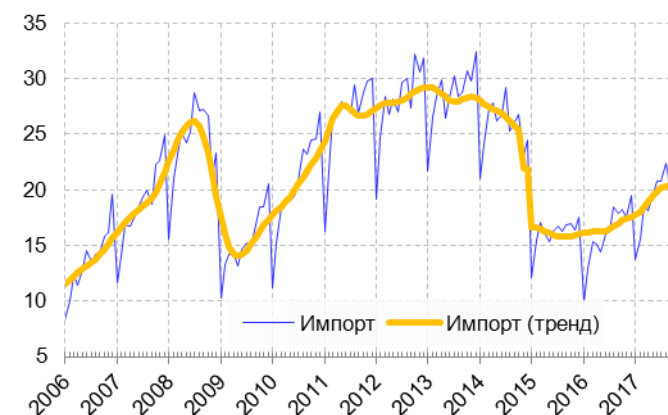
В последнем квартале текущего года **динамика товарного импорта немного ускорилась**. Если в августе–сентябре ежемесячный рост стоимости (с устранёнными сезонностью и случайными колебаниями, тренд) не превышал 1%, то в декабре, по нашим оценкам, импорт вырос на 1,4%. Впрочем, это меньше по сравнению, например, со вторым кварталом, когда наблюдалась тенденция быстрого восстановления импорта темпами 2–3% в месяц. В результате стоимость импорта по итогам текущего года может составить 237 млрд долл. (рост на 24% г/г).

Нефтяное ралли во втором полугодии привело к опережающему росту стоимости экспорта по сравнению с импортом и росту профицита торгового баланса. В последние месяцы профицит составлял 10–12 млрд долл. Одновременно **снижалось отрицательное сальдо прочих текущих операций** (рис. 4.3). Это **привело к росту профицита СТО**, который, по нашим оценкам, увеличился до 6,7 млрд долл. в ноябре и может составить 7,6 млрд долл. в декабре. Таким образом, в целом за год приток валюты по текущим операциям возрастёт до 43 млрд долл., или почти в 1,7 раза по сравнению с предыдущим годом.

С осени текущего года **имел место вывоз капитала за рубеж**. Исходя из оценок Банка России за 11 месяцев, в ноябре чистый отток капитал частного сектора превысил 4 млрд долл. (рис. 4.4). Резко возросший отток капитала является оборотной стороной текущего счёта в условиях благоприятной внешней конъюнктуры. Основной вопрос – насколько устойчив отток капитала?

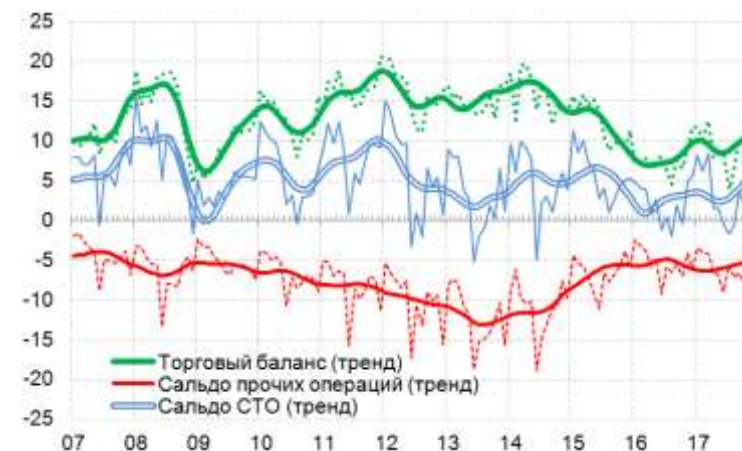
Практически весь отток в текущем году сформировался за счёт банковской системы, в которой сформировался избыток валютной ликвидности. Банки продолжали активно гасить внешний долг, при этом сокращая не только внешние обязательства, но и активы. Однако в операциях с зарубежными активами банковской системы включена **покупка наличной валюты** для нефинансового

Рис. 4.2. Импорт товаров, млрд долл.



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

Рис. 4.3. Сальдо счёта текущих операций (СТО), млрд долл.



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

сектора (7,4 млрд долл. за полугодие, или почти 15 млрд долл. в годовом выражении), главным образом, населения. Таким образом, помимо собственных операций банковской системы, в оттоке капитала существенную роль играло население и реальный сектор, операции которых более инерционны, чем банковские.

По состоянию на середину текущего года, **объем наличной валюты у нефинансового сектора достиг рекордной величины** 54,6 млрд долл. (рис. 4.5) и к концу года, скорее всего, будет ещё выше. Следует обратить внимание, что с начала 2016 года в условиях падения реальных доходов населения объем наличной валюты непрерывно растёт (на 15 млрд долл. за полтора года), даже при укреплении рубля.

Ещё одним важным участником валютного рынка в текущем году, помимо частного сектора, стал Минфин. **С ростом нефтяных цен увеличился объём покупки валюты Минфином.** С февраля по ноябрь Минфин купил 10,3 млрд долл. (рис. 4.6). В том числе, в ноябре объёмы покупки валюты выросли до 1,9 млрд долл. В декабре может прибавиться ещё 3,7 млрд долл. Всего же в текущем году будет куплено валюты на сумму чуть более 14 млрд долл. Это примерно треть профицита СТО.

Однако **продажи ОФЗ нерезидентам (приток валюты) полностью компенсировали покупку валюты Минфином** на внутреннем рынке. Другими словами, операции Минфина были нейтральны для платёжного баланса в целом. За январь–октябрь Минфин, по нашим оценкам, продал нерезидентам ОФЗ на сумму более 11 млрд долл. (рис. 4.7). При этом доля нерезидентов на рынке ОФЗ в текущем году превысила треть всего рынка, что делает его крайне уязвимым в случае ухода краткосрочных инвесторов.

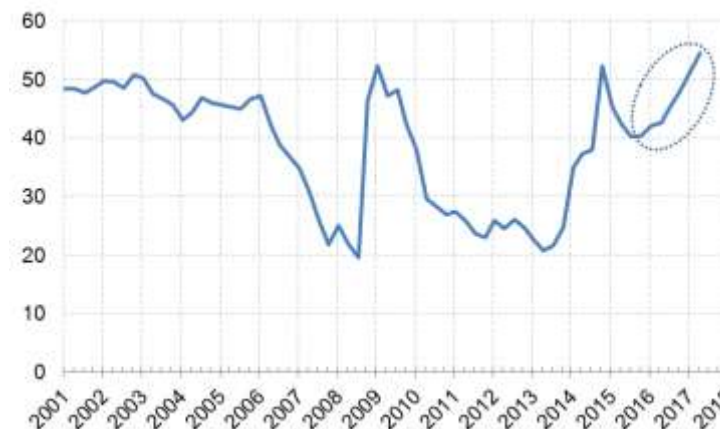
В целом платёжный баланс в текущем году сложился благоприятно для обменного курса, который колебался в достаточно узком (в отличие от предыдущего года) диапазоне 56–61 руб./долл. **Что нас ждёт в 2018 году?** Мы исходим из

Рис. 4.4. Чистый приток (+)/отток (-) капитала частного сектора, млрд долл.



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

Рис. 4.5. Объем наличной валюты нефинансового сектора, млрд долл.



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

предпосылки стабилизации нефтяных цен в диапазоне 50–60 долл./барр. (об этом говорит консенсус-прогноз Центра развития, Рейтер и прогноз Банка России). В этом случае надо готовиться к сокращению торгового профицита из-за стагнации экспорта и роста импорта, пусть и вялого на фоне слабого внутреннего спроса. В случае возобновления роста реальных доходов населения мы ожидаем увеличение выплат нерезидентам по текущим трансфертам. Как следствие, произойдёт **резкое в полтора-два раза сокращение профицита СТО**.

Одновременно можно ожидать **сохранение чистого оттока капитала, сопоставимого с уровнем 2016–2017 гг.** Этому будет способствовать дальнейшее снижение ставки Банка России при одновременном росте ставок за рубежом, что снижает инвестиционную привлекательность российских активов. К тому же макроэкономические показатели свидетельствуют об ухудшении состояния экономики в конце 2017 года. Покупка наличной валюты нефинансовым сектором вряд ли сократится в условиях смены правительства и неопределённости экономической политики. При этом инвестиции нерезидентов в ОФЗ могут сократиться, особенно в случае ужесточения западных санкций. А новая формула покупки валюты Минфином приведёт к росту спроса на неё со стороны денежных властей.

Иными словами, **мы ожидаем усиление давления на рубль** в ближайшее время как со стороны частного сектора, так и государства. В то же время резких изменений валютного курса не произойдёт, поскольку Банк России в состоянии удовлетворить растущий спрос на валюту за счёт уже опробованных инструментов валютного РЕПО.

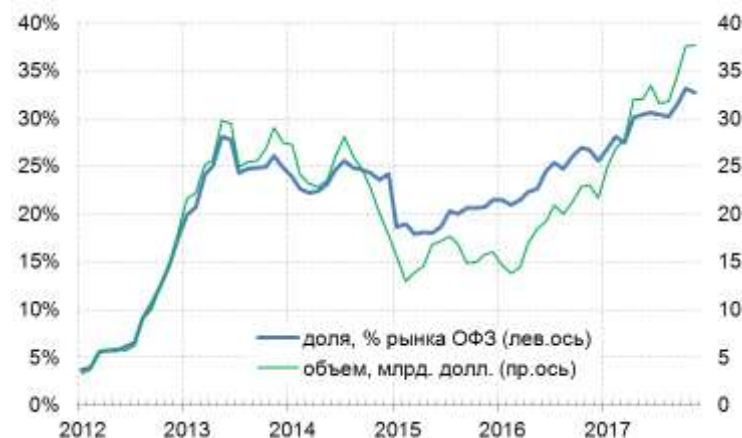
Сергей Пухов

Рис. 4.6. Покупка валюты Минфином, млрд долл.



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

Рис. 4.7. Вложения нерезидентов в ОФЗ



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