

риски. Этот фактор одинаково страшен как для российских, так и для иностранных инвесторов. Для избавления от чрезмерной неопределенности (помимо продвижения в решении геополитических проблем) необходима разработка и обнародование новым правительством России (которое будет формироваться после президентских выборов) понятного сценарного долгосрочного прогноза развития российской экономики. Крупному бизнесу такой ориентир нужен не меньше, чем мелкому – улучшение предпринимательского климата и упрощение процедур открытия и закрытия предприятий, недавно анонсированное Минэкономразвития. Ведь, как известно из шахмат, **лучше играть по плохому (несовершенному) плану, чем совсем без плана**, что, как правило, ведет к быстрому проигрышу партии.

Валерий Миронов, Алексей Кузнецов

Платёжный баланс

3. Дефицит прямых инвестиций

Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) в четвёртом квартале 2017 г. увеличился почти до 18 млрд долл. (рост на 73% г/г), а в целом за год превысил 40 млрд долл. (2,5% ВВП против 2,0% годом ранее). Это стало возможным за счёт увеличения положительного сальдо торгового баланса и торможения роста дефицита по неторговым операциям. Возросший приток валюты по текущему счёту в значительной степени абсорбировался ростом оттока капитала частного сектора до 15 млрд долл. в четвёртом квартале и 31 млрд долл. в целом за 2017 год.

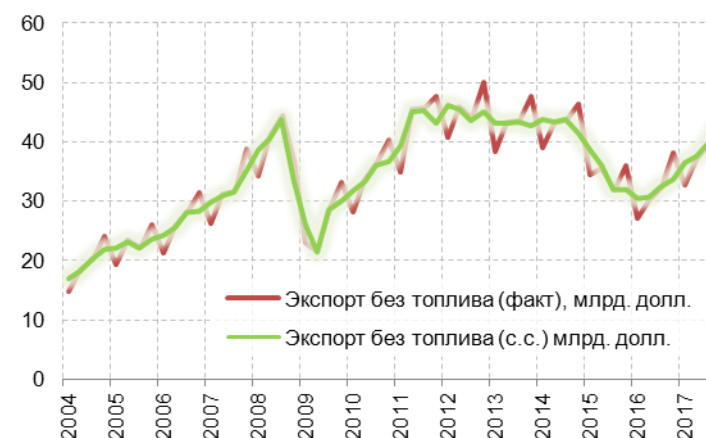
Квартальная оценка платёжного баланса позволила уточнить тенденции в динамике отдельных статей счёта текущих операций (о которых мы говорили в декабрьском выпуске КГБ № 146) и выявить источники роста оттока капитала. Ниже кратко остановимся на основных выводах.

Наша оценка стоимости экспорта товаров по итогам прошлого года оказалась незначительно ниже данных Банка России (354 млрд долл.). При этом необходимо отметить, что **квартальная динамика экспорта прочих товаров (без учёта топлива) показала в конце года ускоренный рост**. Устранение сезонности (рис. 3.1) показывает, что стоимость этой группы товаров в четвертом квартале выросла на 8,6% (к предыдущему периоду) по сравнению с ростом на 5,7% в третьем квартале. Тенденция роста прочего экспорта (в котором более четверти составляют металлы, продукция машиностроения и химии – каждая занимает примерно по 18%, около 15% приходится на продовольствие) сохраняется на протяжении двух лет, в течение которых его стоимость вплотную приблизилась к историческому максимуму, в основном за счёт ценового фактора.

Динамика импорта практически совпала с нашими ожиданиями. Стоимость импорта товаров по итогам прошлого года составила 238 млрд долл. (рост на 24%). В последнем квартале текущего года **импорт вновь ускорился** (рис. 3.2). С устранённой сезонностью стоимость импорта выросла на 4,8% по отношению к третьему кварталу, после торможения роста с 10% в первом квартале до 3,0% в третьем. Основным источником роста импорта стала машиностроительная продукция, в которой после некоторой паузы возобновился рост механического оборудования в ноябре-декабре, а также ускорился ввоз средств наземного транспорта. Рост импорта отражает, с одной стороны, постепенное восстановление частного спроса, а с другой – слабость процесса импортозамещения.

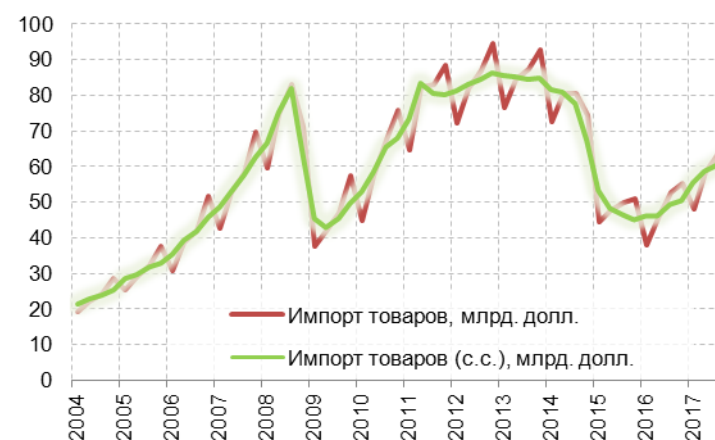
Во второй половине прошлого года **прекратился рост совокупного отрицательного сальдо неторговых операций СТО** (рис. 3.3). В четвертом квартале прошлого года неторговый дефицит, очищенный от сезонности, сократился более чем на 5%, полностью компенсировав слабый рост в предыдущие два квартала. Примерно сопоставимые отрицательные сальдо услуг и доходов на протяжении большей части 2017 г. демонстрировали разную динамику. Рост дефицита по услугам вызван, главным образом, возросшим

Рис. 3.1. Экспорт товаров (без учёта топлива), млрд долл.



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

Рис. 3.2. Импорт товаров, млрд долл.



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

туристическим потоком из России, особенно после открытия Турции для российских туристов. Сокращение дефицита по доходам стало следствием интенсивного погашения внешнего долга, в первую очередь, со стороны российских банков.

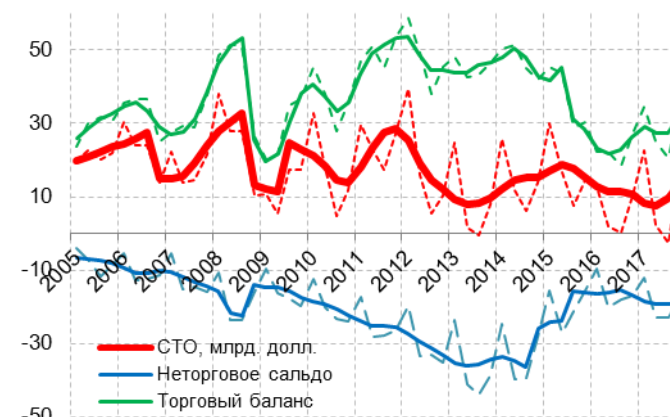
Рост стоимости экспорта российского топлива во второй половине прошлого года в совокупности с вышеперечисленными тенденциями привёл к **росту профицита СТО** (рис. 3.3). В четвёртом квартале приток валюты по текущим операциям, очищенный от сезонного фактора и случайных колебаний (тренд), вырос более чем на треть. В целом за 2017 год профицит СТО увеличился до 40 млрд долл. (более чем в полтора раза), что оказалось ниже наших ожиданий почти на 10%.

Оборотной стороной резко возросшего профицита текущего счёта в условиях благоприятной внешней конъюнктуры является рост оттока капитала (рис. 3.4). В последние три года примерно 80% СТО абсорбируется чистым вывозом капитала. В четвёртом квартале прошлого года отток достиг 15 млрд долл. (83% СТО) и в целом за год превысил 31 млрд долл. (78% СТО, как и в 2016 г., но несколько ниже, чем в 2015 г., – 84%). При этом **интенсивность оттока капитала относительно масштабов экономики возросла** до 2,0% ВВП против минимального за последние десять лет уровня 1,5% в 2016 г.

Чистый отток капитала в четвёртом квартале сформировался как со стороны банков, так и предприятий (рис. 3.4). Причём вклад банков был наибольшим. Помимо сокращения внешнего долга банковской системы, рост оттока мог быть вызван выводом финансовых средств ряда крупных банков (Югра, Открытие, Бинбанк, Промсвязьбанк). Снижение интенсивности потоков капитала прочих секторов связано, помимо прочего, с обнулением «серого» оттока капитала (сумма статей «сомнительные операции», «прочие операции», а также «чистые пропуски и ошибки»). Этому способствуют политика Банка России по очистке банковского сектора.

Рост оттока капитала частного сектора в конце прошлого года стал возможным из-за одновременного **прироста зарубежных активов и сокращения обязательств**

Рис. 3.3. Счёт текущих операций (СТО, фак и тренд), млрд долл.



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

Рис. 3.4. Чистый приток (+)/отток (-) капитала частного сектора (по секторам экономики), млрд долл.



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

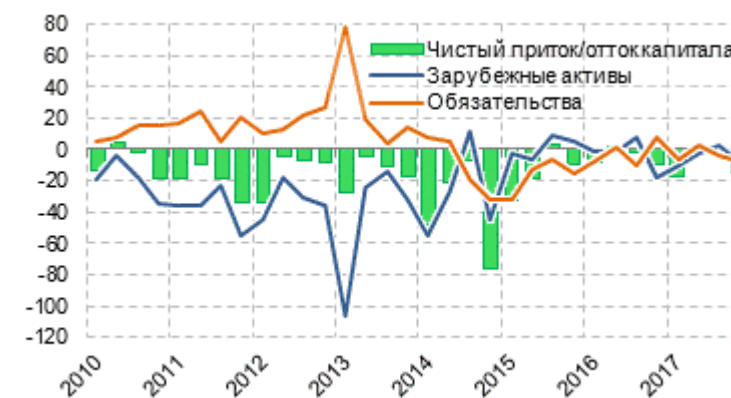
(рис. 3.5). Зарубежные активы стали наращивать не только предприятия, но и банки. При этом обязательства сокращали только банки, внешний долг которых опустился до 105 млрд долл. на начало 2018 г. (более чем в два раза относительно рекордного уровня за четыре года). Внешний долг предприятий практически не меняется на протяжении последних трёх лет, оставаясь на уровне примерно 350 млрд долл. Однако приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в реальный сектор впервые за этот период оказался отрицательным.

Приток ПИИ в страну сменился в четвёртом квартале выводом капитала на сумму 1,6 млрд долл. (рис. 3.6.). Мы не исключаем, что это каким-то образом может быть связано с покупкой китайской компанией CEFC («Хуасинь») 14,16% акций «Роснефти» у швейцарского трейдера Glencore и катарского инвестфонда QIA. Общая сумма сделки должна составить 9,1 млрд долл., в том числе за счёт кредита банка ВТБ на сумму 5 млрд долл. под залог акций «Роснефти». Без учёта этой сделки приток ПИИ мог быть на уровне 3,5 млрд долл. Однако, учитывая реинвестированные доходы, которые по нашим оценкам, в четвёртом квартале составили 2,6–4,4 млрд долл., в лучшем случае **можно говорить об отсутствии притока новых прямых инвесторов в страну, а в худшем – об их уходе.**

На фоне практически линейного роста нефтяных цен с середины прошлого года (с 45 долл./барр. в среднем за июнь до 68 долл./долл. в январе текущего года) динамика рубля оказалась волатильной (в пределах 56–61 руб./долл.), хотя тренд на его укрепление, безусловно, прослеживается. Дальнейшее укрепление рубля в 2018 г. будут сдерживать:

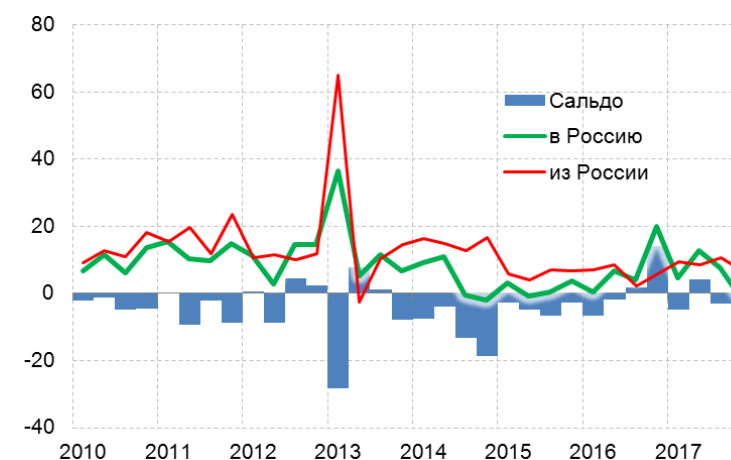
- растущий отток капитала частного сектора (в том числе из-за более быстрого снижения ключевой процентной ставки Банком России на фоне низкой инфляции);
- растущий объём покупок валюты Минфином (до 46 млрд долл. при наиболее вероятной цене на нефть 63 долл./барр.);
- а также растущий двузначными темпами внутренний спрос на импортные товары и услуги.

Рис. 3.5. Чистый приток (+)/отток (-) капитала частного сектора (по направлению), млрд долл.



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

Рис. 3.6. Прямые иностранные инвестиции, млрд долл.



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

В то же время мы не исключаем увеличения волатильности рубля из-за ужесточения западных санкций. Однако результатом этих санкций может стать не только отток средств нерезидентов из российской экономики и снижение иностранных инвестиций в страну, но и возврат капитала под российскую юрисдикцию.

Из-за высоких нефтяных цен давление на рубль в ближайшие месяцы, по всей видимости, будет ограниченным. Однако во второй половине года мы ожидаем падения нефтяных котировок по мере роста добычи нефти в США и возобновления роста запасов. В этой ситуации наиболее вероятным сценарием является ослабление рубля до 60–65 руб./долл. к концу года.

Сергей Пухов

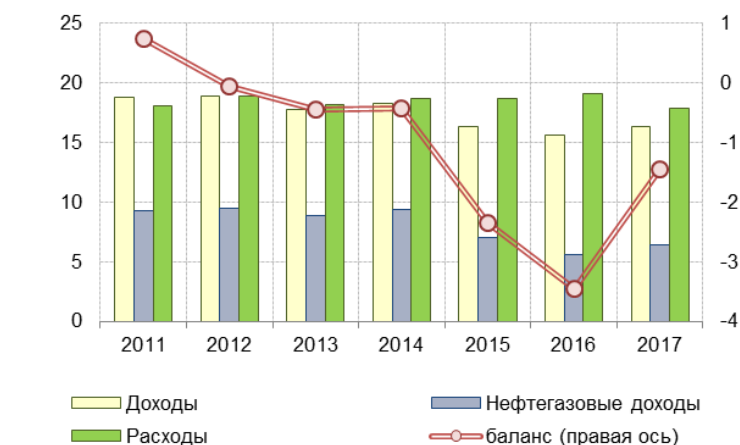
Бюджет

4. Год бюджетной консолидации

По предварительным данным Минфина РФ, за 2017 г. доходы федерального бюджета составили 15,1 трлн руб., на 12,1% больше соответствующего показателя прошлого года. Расходы федерального бюджета в номинальном выражении практически не изменились.

В 2017 г. доходы федерального бюджета по сравнению с 2016 г. заметно выросли. В процентном отношении к ВВП они составили 16,4%, что на 0,7 п.п. превышает уровень 2016 г. (рис. 4.1). Наибольший вклад в этот рост внесли нефтегазовые доходы. Средняя цена на нефть марки Urals за 2016 г. составила всего 42 долл./барр., в 2017 г. она выросла до 53,4 долл./барр. В результате нефтегазовые доходы выросли на 23%, а доля нефтегазовых доходов в общем объеме доходов за 2017 г. составила 39,6% (в Законе о бюджете этот показатель запланирован на уровне 37%).

Рис. 4.1. Доходы, расходы и дефицит федерального бюджета в 2011-2017 гг., в % ВВП



Источник: Минфин, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.