



Комментарии о Государстве и Бизнесе

⊕ 183

24 января 2019

Платёжный баланс

Рекордный профицит СТО вряд ли долго продержится

Профицит счёта текущих операций (СТО) в четвёртом квартале 2018 года составил почти 39 млрд долл. По итогам года он оказался рекордно высоким за всю историю платёжного баланса – 119 млрд долл. Относительно ВВП профицит текущего счёта увеличился до 7% и по мировым меркам является одним из самых высоких показателей среди крупнейших экономик мира. Высокому профициту СТО в России, безусловно, способствовали нефтяное ралли и благоприятная внешнеторговая конъюнктура. В случае стабилизации нефтяных цен на текущих уровнях можно ожидать сокращения профицита СТО в 2019 году до 85 млрд долл. В условиях двукратного снижения (согласно графику) объемов погашения внешнего долга частного сектора можно ожидать сокращения чистого оттока капитала в текущем году до 30–50 млрд долл. Однако покупка Минфином валюты на внутреннем рынке может привести к некоторому ослаблению рубля во втором полугодии.

Банк России опубликовал оценку платёжного баланса за четвёртый квартал и в целом за 2018 год. Положительное сальдо счёта текущих операций в последнем квартале прошлого года достигло 38,8 млрд долл. (рис. 1). Большой профицит был зафиксирован лишь в первом квартале 2012 года (39,3 млрд долл.), когда средняя стоимость барреля российской нефти превысила 117 долларов, а обменный курс составлял чуть более 30 рублей за доллар. За семь лет котировки нефти и рубля снизились более чем в два раза и в среднем за четвёртый квартал прошлого года «сошлись» на цифре 67 (рис. 2). Падение нефтяных цен за этот период привело к сокращению стоимости экспорта углеводородов на 22 млрд долл., которое компенсировалось ростом прочего экспорта на 13 млрд долл. и сокращением импорта на 7 млрд долл. на фоне растущего внешнего спроса, стагнации внутреннего спроса и ослабления рубля.

Рис. 1. Динамика СТО, млрд долл.

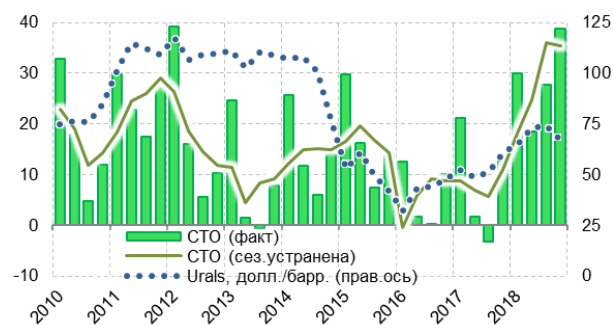
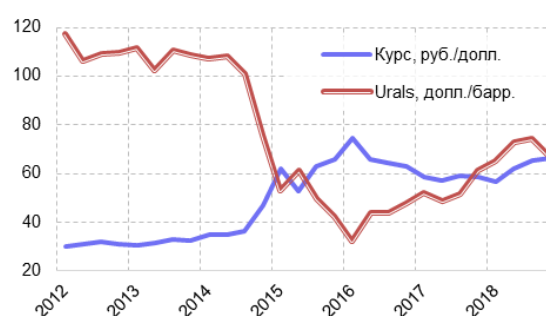


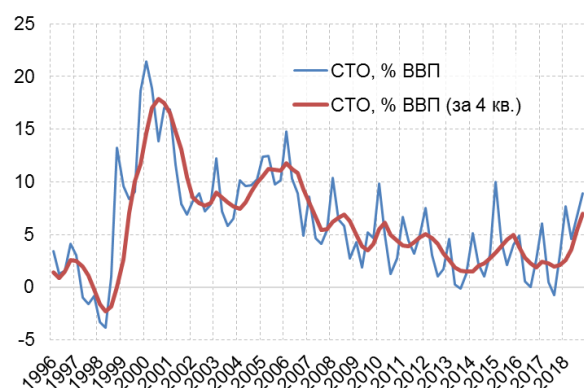
Рис. 2. Динамика рынка



Источники: база данных CEIC, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

По итогам 2018 года профицит СТО оказался рекордно высоким за всю историю платёжного баланса в абсолютном выражении, составив 119 млрд долл. Относительно ВВП профицит СТО достиг 7% — максимального уровня за 12 лет (с 2007 года, рис. 3). По этому показателю, согласно октябрьской оценке МВФ, Россия может занять 22-е место в мире по итогам 2018 года. Столь высокий профицит СТО — более 5% ВВП — наблюдается у немногих стран, на долю которых приходится примерно 14% мировой экономики. Среди крупнейших стран (ВВП которых выше 1 трлн долл., а доля ВВП по ППС в мировой экономике выше 1%, табл. 1) нас обгоняет лишь Германия. Однако, в отличие от Германии, рекордные показатели текущего профицита в России были вызваны, среди прочего, ее внешними и внутренними проблемами, нашедшими выражение в обесценении рубля, в свою очередь оказавшем влияние на объёмы экспорта и импорта.

Рис. 3. Квартальная динамика СТО, % ВВП



Источники: база данных CEIC, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Табл. 1. Сопоставление СТО по странам

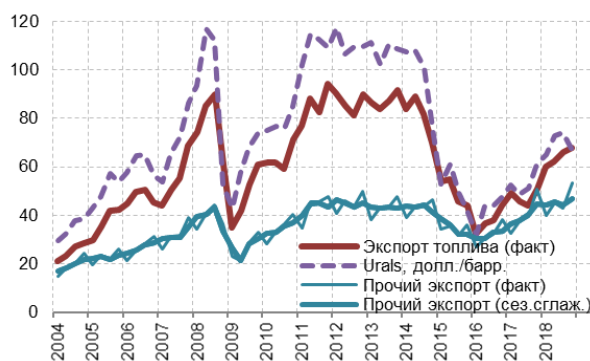
	СТО, % ВВП	ВВП по ППС, % в мире	ВВП, млрд долл.
Германия	8,1	3,2	4 029
Россия	7,0	3,1	1 641
Корея	5,0	1,6	1 65
Япония	3,6	4,2	5 071
Италия	2,0	1,8	2 087
Испания	1,2	1,4	1 437
Китай	0,7	18,7	13 457

Мы полагаем, что для российской экономики дальнейший рост профицита СТО вряд ли возможен, и в текущем году, скорее, следует ожидать его снижения. Чтобы прояснить этот тезис, рассмотрим основные тенденции в ключевых статьях платёжного баланса.

1. Рост экспорта. В четвертом квартале 2018 года рост экспорта до 123 млрд долл. (максимум с 2015 года, рис. 4) был поддержан динамикой физических объёмов. Экспорт **сырой нефти** за три последних месяца прошлого года превысил 66 млн тонн (максимум за 14 лет) на фоне временной приостановки соглашения ОПЕК+ по заморозке добычи нефти. Однако новое соглашение с января 2019 года и возможное его продление на вторую

половину текущего года станет одним из сдерживающих факторов дальнейшего наращивания Россией нефтяного экспорта.

Рис. 4. Динамика стоимости экспорта топлива и прочего экспорта, млрд долл.



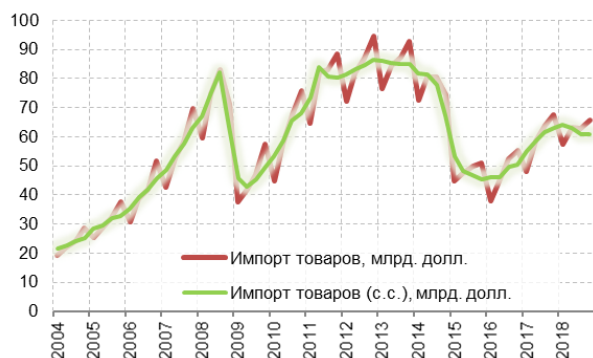
Источники: база данных CEIC, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 5. Ежемесячная динамика экспорта без учёта топлива, % г/г

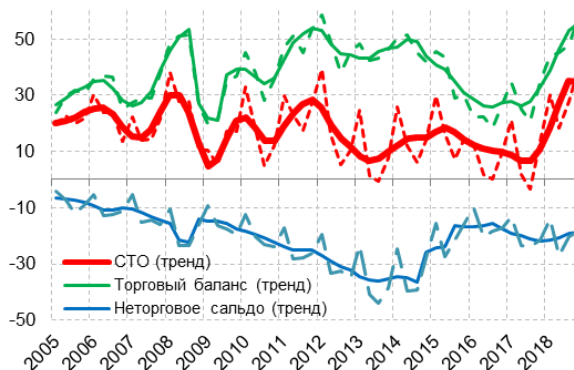


Экспорт **прочих товаров** (без углеводородов) в четвёртом квартале превысил 53 млрд долл. (рис. 4), что стало рекордным показателем за всю историю платёжного баланса. По всей видимости, ослабление рисков ужесточения санкций и слабый рубль способствовали росту экспорта этой группы товаров, значительную долю которых составляют металлы, продукция машиностроения, химия и продовольствие. Согласно нашим оценкам, на основе статистического анализа ежемесячных данных, значимое положительное влияние на общие стоимостные показатели, помимо сезонного фактора, оказала нерегулярная компонента, которая, например, в октябре-ноябре составила +0,35 млрд долл. в экспорте машиностроительной продукции и +0,26 млрд долл. за октябрь в продовольственной товарной группе. В первом случае речь может идти, в частности, о разовых поставках за рубеж продукции ОПК, во втором – об экспорте зерновых. Поскольку рост стоимости был сконцентрирован в октябре-ноябре, а динамика индексов цен на нетопливные товары (по данным Всемирного банка) в этот период показывала их снижение в годовом выражении (год к году, рис. 5), можно сделать вывод о значимом росте физических объёмов прочего экспорта. Однако в текущем году, на фоне торможения роста мировой экономики, удержать рекордные показатели прочего экспорта будет трудно.

2. Стагнация импорта. В четвёртом квартале стоимость импорта товаров составила около 66 млрд долл. (рис. 6), снижаясь второй квартал подряд по отношению к аналогичным периодам прошлого года. С устранённой сезонностью импорт практически не изменился по сравнению с третьим кварталом, хотя перед этим два квартала подряд сокращался: сначала во втором квартале – почти на 2% (кв/кв), затем более чем на 3% (кв/кв) – в третьем. Учитывая незначительные масштабы изменений, скорее, можно говорить о стагнации импорта в последние полтора года, при которой его квартальная стоимость (с устранённой сезонностью) колеблется в диапазоне 61–64 млрд долл. По итогам прошлого года стоимость импорта выросла всего на 4,6% и составила 249 млрд долл. В 2019 году в условиях удорожания импорта из-за ослабления рубля, а также слабого внутреннего спроса на фоне снижения реальных доходов населения и замедления инвестиционной активности после завершения крупных строек, стоимость импорта в лучшем случае будет и дальше стагнировать, а в худшем – может незначительно сократиться.

Рис. 6. Динамика стоимости импорта, млрд долл.

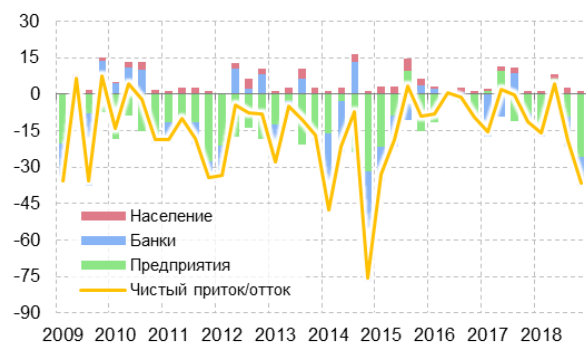
Источники: база данных CEIC, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 7. Динамика торгового баланса и прочих статей СТО, млрд долл.

3. Стагнация прочих статей СТО. В прошлом году рост положительного сальдо торгового баланса до рекордных уровней (с устранённой сезонностью) сопровождался незначительным сокращением дефицита остальных статей счёта текущих операций (рис. 7). В первом и третьем кварталах совокупный дефицит услуг, доходов и оплаты труда по сравнению с предыдущим кварталом снизился соответственно на 5% и 13% со снятой сезонностью при росте на 3% во втором квартале и стагнации в четвёртом. В результате по итогам прошлого года совокупный дефицит составил 80 млрд долл. против 82 млрд долл. годом ранее. В условиях действующих санкций ограниченный доступ на мировой рынок капитала будет способствовать дальнейшему снижению внешнего долга частного сектора и как следствие снижению процентных выплат. Торможение экономического роста и жёсткая миграционная политика, вероятно, приведут к сокращению текущих трансфертов за рубеж. В этих условиях совокупный дефицит в 2019 году может и дальше медленно сокращаться.

4. Снижается интенсивность ухода нерезидентов с рынка ОФЗ. В четвёртом квартале с вторичного рынка ОФЗ было выведено ещё 1,4 млрд долл., а в целом за год – 5,6 млрд долл. В то же время высокая доходность рублёвых гособлигаций на фоне роста инфляционных ожиданий и ужесточения денежно-кредитной политики будет привлекать краткосрочных инвесторов. При этом снижается вероятность дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики ведущих центробанков мира. В этих условиях только риски введения новых западных санкций против российского госдолга могут остановить приток иностранного капитала на внутренний рынок. Риски, возможно, и вырастут после окончания шатдауна в США (приостановка работы правительства США), но, судя по имеющейся информации, пока нет оснований в ближайшее время ожидать принятия новых жестких санкций. Иными словами, по итогам текущего года мы не ожидаем значительного сокращения объёма (по сравнению с 2018 годом) средств нерезидентов на рынке ОФЗ.

5. Рост оттока капитала частного сектора. В четвёртом квартале прошлого года отток капитала резко ускорился до 37 млрд долл. (максимального уровня с начала 2015 года, рис. 8), а по итогам 2018 года составил 68 млрд долл. Ускорение оттока вызвано, главным образом, резким ростом вложений в зарубежные активы в конце года на фоне продолжающегося сокращения обязательств перед нерезидентами со стороны банков и нефинансового секторов (рис. 9).

Рис. 8. Чистый приток/отток по секторам экономики, млрд долл.

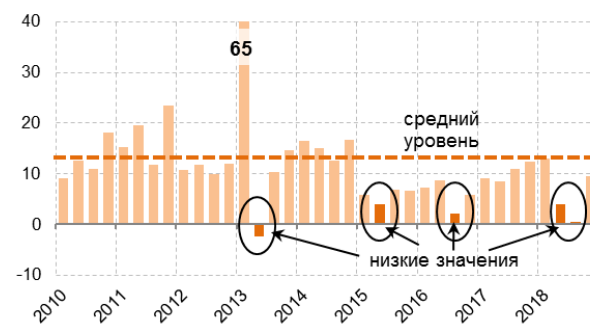
Источники: база данных CEIC, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 9. Чистый приток/отток по направлению, млрд долл.

Институциональные инвесторы по-прежнему не верят в Россию. Отрицательное сальдо прямых и портфельных инвестиций в страну и за рубеж в четвёртом квартале выросло до 11 млрд долл., вернувшись практически на уровень конца 2017 года. С одной стороны, два последних квартала подряд сокращался объем прямых и портфельных иностранных инвестиций в Россию (рис. 10). С другой, организованные вложения в зарубежные активы, по всей видимости, возвращаются к двухзначным показателям (рис. 11). Возможно, это связано с временным снижением санкционных рисков в конце прошлого года. Однако постоянный перенос сроков запланированного снятия санкций с компаний «РусАл», En+ и «Евросибэнерго» повышает риски дальнейшего расширения санкций по отношению к крупнейшим российским компаниям и банкам, что, безусловно, будет сдерживать дальнейший рост как ПИИ за рубеж, так и в Россию.

Рис. 10. Динамика прямых и портфельных иностранных инвестиций в Россию, млрд долл.

Источники: база данных CEIC, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 11. Динамика прямых и портфельных иностранных инвестиций за рубеж, млрд долл.

Сокращение внешнего долга. По состоянию на начало 2019 года внешний долг банков сократился до 85 млрд долл. (на 18 млрд за год), а долг предприятий – до 312 млрд (на 32 млрд). При этом в четвёртом квартале объем фактического сокращения внешнего долга банков практически соответствовал плановому объёму погашения в соответствии с графиком платежей, в то время как предприятия смогли практически половину платежей рефинансировать (при плановом погашении в объёме 18,5 млрд долл. долг сократился всего на 8 млрд). Это означает, что даже в условиях усиления санкционного давления

российские компании продолжают занимать на внешних рынках капитала¹. В 2019 году объем плановых платежей в погашение внешнего долга частного сектора может снизиться в два раза, или на 63 млрд долл. по сравнению с прошлым годом. При одновременном росте рефинансирования долга сальдо прочих инвестиций в страну и за рубеж, при прочих равных, может существенно сократиться.

Краткие выводы. При стабилизации нефтяных цен на уровне 60 долл./барр. в среднем за 2019 год (что примерно соответствует уровню середины января), можно ожидать сокращения экспорта топлива на 35 млрд долл. по сравнению с прошлым годом, когда баррель нефти стоил в среднем 70 долларов. Небольшой рост прочего экспорта при стабильном курсе на фоне стагнации стоимости импорта товаров и дефицита по остальным статьям платёжного баланса, по нашим оценкам, приведёт к снижению профицита СТО до 85 млрд долл. в 2019 году. Одновременно, сокращение платежей в погашение внешнего долга и рост рефинансирования может привести к сокращению обязательств частного сектора (без прямых и портфельных инвестиций) всего на 10–15 млрд долл. Отрицательное сальдо ПИИ может увеличиться до 30–35 млрд долл., но вряд ли превысит 2% ВВП. При отсутствии роста прочих активов частного сектора (за вычетом прямых и портфельных инвестиций, включая чистые ошибки и пропуски) чистый отток капитала может сократиться до 40–50 млрд долл. или до 30 млрд долл. в случае снижения прочих инвестиций в зарубежные активы. По всей видимости, в соответствии с бюджетным правилом Минфин не сможет одновременно проводить регулярные покупки валюты (всего на сумму около 50 млрд долл.) и отложенные в прошлом году покупки валюты на внутреннем рынке² (примерно 30 млрд долл.) без некоторого номинального ослабления рубля во втором полугодии.

Сергей Пухов

¹ Более точные данные о рефинансировании внешних обязательств в четвёртом квартале можно будет рассчитать после выхода обновленных данных международной инвестиционной позиции по внешнему долгу и графика платежей.

² Решение об отложенных в 2018 году покупках валюты в рамках бюджетного правила Банк России должен был принимать отдельно, после возобновления регулярных покупок (<http://cbr.ru/press/st/2018-12-14/>). Регулярные покупки начались, но определенности по отложенным покупкам до сих пор нет (<https://www.vestifinance.ru/articles/113194>).

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева
Наталья Акиндинова
Елена Балашова
Николай Кондрашов
Людмила Коновалова
Алексей Кузнецов
Валерий Миронов
Светлана Мисихина
Анжела Назарова
Сергей Пухов
Наталья Самсонова
Сергей Смирнов
Степан Смирнов
Алёна Чепель
Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики».

При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2019 году