



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

⊕ 221

27 июля 2019

*Все мнения, высказанные в данном обозрении, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ*

## Платёжный баланс

### *Спекулятивный спрос растет, инвестиционная привлекательность – снижается*

*Во втором квартале 2019 года произошло сокращение положительного сальдо счёта текущих операций до 12 млрд долл., причем как по отношению к аналогичному периоду прошлого года (на 32%), так и относительно первого квартала со снятой сезонностью (на 10%). На этом фоне притоку валюты в страну способствовали вложения нерезидентов на рынке ОФЗ и в целом положительный баланс финансового счёта госсектора и Банка России. Это позволило Минфину без ущерба для рубля покупать валюту в рамках бюджетного правила даже в условиях сохраняющегося высокого для второго квартала чистого оттока капитала. Однако высокий спекулятивный спрос на госбумаги на фоне низкой инвестиционной привлекательности вложений в реальный сектор может повлечь за собой усиление оттока капитала частного сектора во втором полугодии.*

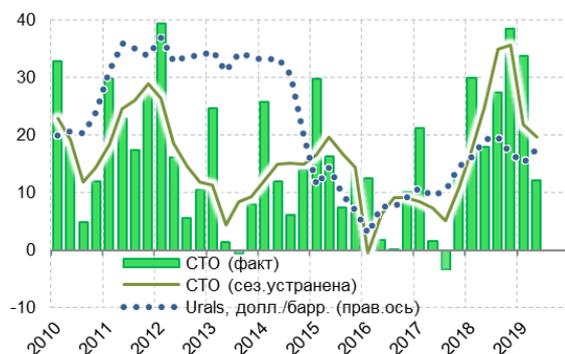
Банк России опубликовал оценку платёжного баланса за второй квартал 2019 года. Положительное сальдо счёта текущих операций (СТО) составило чуть более 12 млрд долл. (рис. 1). По сравнению с аналогичным периодом прошлого года профицит сократился почти на 6 млрд долл., или на одну треть – главным образом, за счёт падения стоимости экспорта. По нашим оценкам, положительное сальдо СТО в апреле-июне уменьшилось до 2,9% ВВП против 4,4% годом ранее и 7–9% в предыдущие три квартала. В целом за четыре прошедших квартала сальдо остается на достаточно высоком уровне – 6,8% ВВП (рис. 2).

С устранённой сезонностью профицит СТО во втором квартале сократился примерно на 10% по сравнению с первым кварталом текущего года – до 20 млрд долл. (рис. 1). Негативный вклад сезонного фактора сохранится и в третьем квартале, а в четвертом – вновь станет положительным, хотя и не столь значительным по своим масштабам. Другими словами, с учётом сезонного фактора можно ожидать сокращения поступления валюты по текущим операциям во втором полугодии.

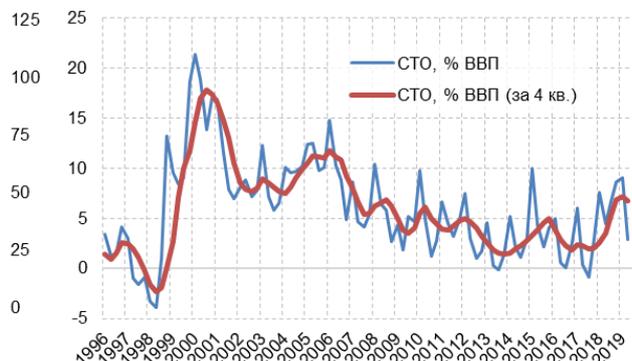
Чистый приток валюты по финансовому счёту (с учётом ошибок и пропусков, но без международных резервов) во втором квартале оказался положительным – 4,5 млрд долл., благодаря массивной покупке нерезидентами ОФЗ, хотя частный сектор ускорил вывод

капитала из страны. При этом международные резервы за второй квартал выросли на 16,6 млрд долл. – практически полностью за счёт покупки валюты Минфином в рамках бюджетного правила (по нашим оценкам, покупка составила 15,6 млрд долл.).

**Рис. 1. Динамика счёта текущих операций, млрд долл.**



**Рис. 2. Динамика счёта текущих операций, в % ВВП**



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

Благоприятная конъюнктура на внешних рынках и рост внешнего госдолга способствовали укреплению реального эффективного курса рубля во втором квартале на 3,2% (к предыдущему периоду) и на 5,5% в целом за первое полугодие. Ожидание участниками рынка смягчения денежно-кредитной политики ФРС США способствует спросу на рискованные активы, однако интенсивное снижение рублевых ставок может снизить приток нерезидентов на российский рынок. Во втором полугодии мы не исключаем формирование дефицита валюты на внутреннем рынке и ослабление рубля. Этому будет способствовать сохраняющаяся высокая интенсивность оттока капитала частного сектора.

## 1. Сокращение внешнеторгового оборота

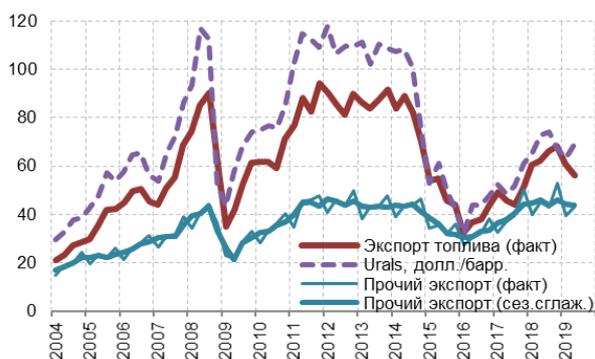
Во втором квартале 2019 года стоимость экспорта товаров сократилась до 101 млрд долл., что на 7% ниже, чем за тот же период прошлого года. В значительной степени это связано со снижением нефтяных цен в этот период на 5% г/г (поддержку ценам оказывает соглашение ОПЕК+ по ограничению добычи нефти), учитывая доминирующую долю топлива в российском экспорте. На этом фоне резко выделяется падение стоимости экспорта природного газа – более чем на 20% г/г во втором квартале – это первое падение стоимости после значительного и продолжительного роста в предыдущие девять кварталов. Существенно снизились не только физические объемы поставок газа, но и цены. Рост поставок СПГ в Европу в условиях относительно мягкой зимы привел к обвалу цен на природный газ в этом регионе: по данным Всемирного банка, более чем в два раза за шесть месяцев, в том числе в июне на 17% м/м, в мае – на 12% и на 5% в апреле. В целом стоимость экспорта углеводородного сырья, по данным платёжного баланса, во втором квартале снизилась до 58 против 63 млрд долл. годом ранее (рис. 3).

Стоимость экспорта без углеводородного сырья за последний квартал сократилась в меньшей степени – до 43 млрд долл. (рис. 3), или на 5% г/г и чуть менее 1% кв/кв. С исключённым сезонным фактором с четвертого квартала 2017 года этот экспорт колеблется в диапазоне 44–46 млрд долл. в квартал.

Стоимость импорта товаров во втором квартале сократилась до 62 млрд долл., т.е. почти на 3% г/г. С устранённой сезонностью, после двух кварталов роста подряд, импорт вновь сократился (на 1% кв/кв) несмотря на продолжающееся укрепление рубля. В мае резко сократился сезонно сглаженный импорт машиностроительной продукции из стран дальнего зарубежья, причем в июне спад продолжился, но в меньших масштабах. В результате стоимость импорта этой продукции стала минимальной за последние два года.

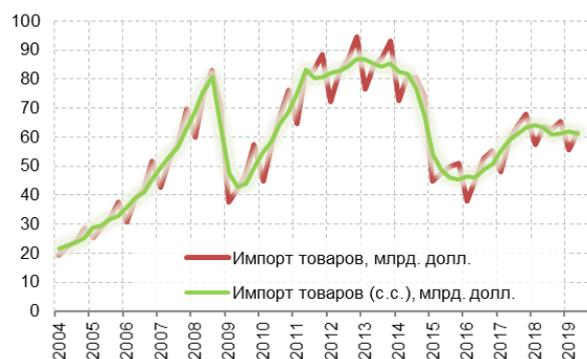
Совокупный дефицит по остальным статьям СТО во втором квартале составил около 28 млрд долл., практически не изменившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом с устранённой сезонностью дефицит растет третий квартал подряд – почти на 6% во втором квартале, на 5% – в первом и на 2% в четвертом квартале прошлого года. В основном это связано с динамикой баланса по доходам (по всей видимости, за счет роста выплат дивидендов нерезидентам<sup>1</sup>) и услугам (за счёт опережающего роста импорта услуг по отношению к экспорту с устраненной сезонностью).

**Рис. 3. Динамика стоимости экспорта, млрд долл.**



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

**Рис. 4. Динамика стоимости импорта, млрд долл.**



## 2. Финансовый счёт – разнонаправленные потоки

Профицит финансового счёта (с учётом ошибок и пропусков) во втором квартале связан с положительным балансом госсектора и Банка России, который составил 8 млрд долл. (рис. 5). Весь приток средств нерезидентов связан с вложениями в российские гособлигации на вторичном рынке в объеме 10,5 млрд долл. Ежемесячно портфель нерезидентов прирастал на 3,0–3,6 млрд долл., а их доля на рынке ОФЗ, по нашим оценкам, достигла 31,5% в начале июля при максимальной доле 34,5% на начало апреля прошлого года. При этом Банк России почему-то не включил в платежный баланс очередное размещение еврооблигаций, которое состоялось 21 июня, на общую сумму 2,5 млрд долл., причём исключительно среди иностранных инвесторов<sup>2</sup>.

Чистый отток капитала частного сектора во втором квартале составил 3,4 млрд долл. против его притока в объёме 4,8 млрд долл. за тот же период годом ранее (рис. 6). В этой ситуации следует выделить крайне малый приток ПИИ в Россию, что связано как с сезонным фактором (низким уровнем реинвестированных доходов во втором квартале), так и с низким спросом

<sup>1</sup> В первом квартале 2019 года дивиденды к выплате составили 5 млрд долл. против 4 и 16 млрд долл. в первом и втором кварталах прошлого года.

<sup>2</sup> <https://www.rbc.ru/finances/20/06/2019/5d0bd60e9a794762e838f146>

на российские активы в условиях западных санкций. Кроме того, ускорился и без того интенсивный рост чистого оттока капитала банковского сектора – до 16,5 млрд долл. во втором квартале за счёт значительных вложений в зарубежные активы при сокращающихся внешних обязательствах против 12–14 млрд долл. в предыдущие три квартала. Столь резкий рост чистой международной инвестиционной позиции банковской системы в условиях снижения платежей частного сектора по внешнему долгу и сокращения внешнеторгового оборота может говорить о росте негативных ожиданий в банковском секторе.

**Рис. 5. Сальдо финансового счёта госсектора и ЦБ, млрд долл.**



**Рис. 6. Чистый приток/отток по секторам экономики, млрд. долл.**



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

До конца года мы ожидаем снижения привлекательности вложений в ОФЗ из-за активно снижающейся доходности госбумаг и перевыполнения планов заимствований бюджета. Спекулятивный характер этих вложений повышает вероятность их вывода к концу года, особенно в случае усиления санкционной риторики. При этом инвестиционная привлекательность российских компаний вряд ли повысится в условиях снижения темпов экономического роста в 2019 году.

### 3. Краткосрочный прогноз и основные риски

Согласно последнему июньскому прогнозу Банка России, при средней цене на нефть 65 долл./барр. в 2019 году (что равносильно небольшому росту цен до конца года, поскольку за первое полугодие баррель российской нефти марки Urals стоил в среднем менее 63 долл.) профицит СТО может составить 98 млрд долл. В мартовском докладе о ДКП при цене 60 долл./барр. прогнозировалось 88 млрд долл. профицита СТО. Пересмотр нефтяных цен в большую сторону привел к увеличению оценки стоимости экспорта на 14 млрд долл., а рост в этом случае прибыли и доходов от участия в капитале российских компаний – к росту инвестиционных выплат нерезидентам на 4 млрд долл. по сравнению с предыдущим прогнозом.

Одновременно в большую сторону пересмотрен прогноз чистого притока капитала по финансовому счёту госсектора и ЦБ – с 6 до 18 млрд долл. Это означает, что во втором полугодии нерезиденты, по мнению регулятора, практически перестанут наращивать свои вложения в российские активы. Еще 66 млрд долл. Минфин может купить в рамках бюджетного правила с учетом отложенных в прошлом году покупок на внутреннем рынке, т.е. интенсивность покупки несколько возрастет по сравнению с первым полугодием. В результате на чистый отток капитала частного сектора в 2019 году остается примерно 50 млрд долл. против 35 млрд долл. в мартовском прогнозе. Иными словами, Банк России

ожидает повышения интенсивности оттока во втором полугодии в условиях роста нефтяных цен. Новый прогноз соответствует нашей верхней оценке оттока капитала<sup>3</sup>. При этом отток может возрасти ещё больше, учитывая низкий уровень ПИИ в страну и интенсивный рост чистой МИП банковской системы, что будет оказывать давление на рубль.

Риски снижения нефтяных цен за последний квартал несколько уменьшились. Страны-члены ОПЕК+ в очередной раз договорились о продлении соглашения по заморозке добычи нефти. Однако высокие нефтяные цены, с одной стороны, могут повлечь за собой неисполнение принятых на себя обязательств в целях компенсации выпадающей добычи нефти в Иране и Венесуэле, с другой, могут ускорить процесс сланцевой добычи нефти в США. В этой связи мы не исключаем снижение нефтяных цен к концу текущего года.

Попытка Конгресса США в одностороннем порядке ввести санкции против строительства «Северного потока-2» в очередной раз указывает на сохраняющиеся риски ужесточения санкционного давления на Россию.

Неопределенность условий Brexit (согласно последним договоренностям, Великобритания получила отсрочку по выходу из ЕС до конца октября), а также введение дополнительных пошлин на китайские товары со стороны США и ответные меры Китая могут привести к более сильному по сравнению с прогнозами торможению экономического роста экономики этих стран. Сокращение внешнего спроса негативно скажется на объемах российского экспорта.

*Сергей Пухов*

---

<sup>3</sup> См.: Бюллетень «Комментарии о Государстве и Бизнесе» № 202 от 18 апреля 2019 г.  
URL: <https://dcenter.hse.ru/mon/71896859/265648628.html>

## 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](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>

**НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»:** тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto: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