



Комментарии о Государстве и Бизнесе

261

27 февраля 2020

Платёжный баланс

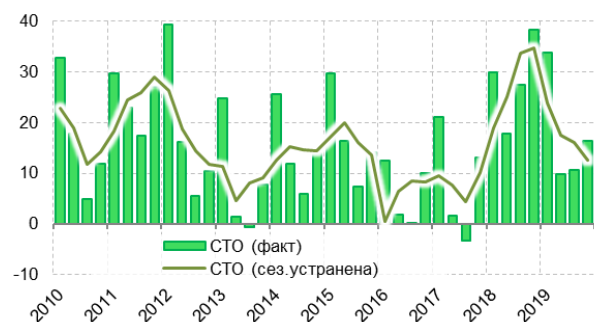
Приток нерезидентов на рынок госдолга

В четвёртом квартале 2019 года произошло резкое сокращение текущего профицита как по отношению к прошлому году, так и к предыдущему кварталу с устранённой сезонностью. Укрепление рубля и оживление внутреннего спроса привели к опережающему росту импорта относительно экспорта. Подавляющая часть притока валюты была абсорбирована Минфином в рамках бюджетного правила. В отличие от прошлого года, продолжился чистый приток нерезидентов в госсектор (более 5 млрд долл.) и примерно в том же объёме возобновился чистый отток капитала частного сектора (6 млрд долл.). В случае снижения нефтяных цен в 2020 году мы ожидаем дальнейшее сокращение текущего профицита и замедление оттока капитала.

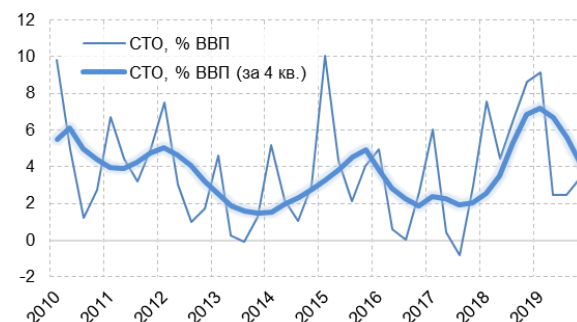
Согласно оценке Банка России, положительное **сальдо счёта текущих операций** (СТО) в четвертом квартале 2019 года составило 16 млрд долл. (рис. 1). По сравнению с аналогичным периодом прошлого года профицит сократился в 2,4 раза. С устранённой сезонностью СТО в четвертом квартале текущего года составил почти 13 млрд долл., снизившись на 21% по сравнению с предыдущим кварталом (рис. 1). В целом за 2019 год сальдо остается на достаточно высоком уровне – почти 71 млрд долл. (или 4,2% ВВП) (рис. 2) против 113 млрд долл. и 6,9% ВВП годом ранее.

Сальдо по финансовому счёту (с учётом ошибок и пропусков, но без международных резервов) в четвёртом квартале вернулось к отрицательным значениям и составило -0,9 млрд долл. Чистый отток капитала частного сектора (6 млрд долл., рис. 5) превысил вложения нерезидентов в госсектор. В результате за год отток сократился до 27 млрд долл., а приток валюты в госсектор достиг рекордного уровня 23 млрд долл., главным образом, на вторичный рынок госбумаг.

Международные резервы за четвёртый квартал выросли на 15,4 млрд долл. При этом покупки валюты Минфином в рамках бюджетного правила, по нашим оценкам, составили 12,8 млрд долл. Всего по итогам прошлого года резервы выросли на 66,5 млрд долл. (94% профицита СТО), из которых более 80% – покупка валюты Минфином.

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

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

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

1. Продолжился рост импорта при снижающемся экспорте

В четвертом квартале 2019 года стоимость экспорта товаров сократилась до 111 млрд долл., что на 9% ниже, чем за тот же период прошлого года. Снизился нефтегазовый экспорт – до 57 млрд долл. (52% всего экспорта), или на 16% г/г (рис. 3). Основным фактором стало **снижение экспортных цен**, в то время как физические объемы экспорта выросли. Контрактные цены на российскую нефть, по нашим оценкам, снизились более чем на 10% г/г¹. Еще сильнее, на 20%, снизились цены на нефтепродукты и на 30% – цены на природный газ. При этом возросли физические объемы экспорта нефтепродуктов (+4% г/г), природного газа (+7%), СПГ (почти в 2,5 раза), и лишь экспорт сырой нефти незначительно сократился из-за соглашения ОПЕК+ по заморозке добычи.

Кроме того, **снизилась стоимость прочего экспорта** (без углеводородного сырья) – до 51 млрд долл. (рис. 3), или на 3% г/г. С исключённым сезонным фактором сокращение составило почти 5% кв/кв, полностью сведя на нет успехи третьего квартала. В июле-сентябре экспорт достиг рекордного уровня 47 млрд долл. с устраненной сезонностью. Но, как мы и ожидали, в условиях действующих западных санкций и торможения мировой экономики развить успех оказалось достаточно сложно.

В целом по итогам 2019 года стоимость экспорта сократилась на 6% и составила 418 млрд долл. Сжатие экспорта произошло как за счет ценового фактора, так и физических объемов².

Стоимость импорта товаров в четвертом квартале увеличилась до 72 млрд долл. (рис. 4). **Прирост импорта в конце года ускорился** до 10% г/г после 4% г/г в третьем квартале. С устранённой сезонностью рост наблюдался на протяжении всего 2019 года, который ускорился в третьем квартале до 3,5% кв/кв и 4,9% кв/кв в конце года. По всей видимости, ускорение реализации нацпроектов к концу года положительно сказалось на динамике инвестиционного и промежуточного импорта. После спада за девять месяцев в годовом выражении, в октябре и ноябре стал расти импорт машиностроительной продукции, резко ускорился ввоз продукции химической продукции, высокими темпами растёт импорт

¹ Стоимость барреля российской нефти в среднем за четвертый квартал текущего года составила чуть более 63 долларов, что всего на 6% ниже аналогичного периода 2018 года.

² Согласно данным ФТС России, за девять месяцев текущего года долларовые контрактные цены снизились на 3,0% г/г, а физические объемы сократились на 3,2% г/г. С учётом последних трех месяцев несколько меньшим может быть годовое снижение физических объемов.

металлов. К концу прошлого года стал постепенно наращивать обороты потребительский спрос, что может дать дополнительный импульс росту физических объемов потребительского импорта. Кроме того, реальный эффективный курс рубля в четвертом квартале вырос на 1,1% по сравнению с предыдущим периодом, а с начала года укрепился на 6,9%.

В целом за прошлый год стоимость импорта достигла 255 млрд долл. Прирост импорта замедлился до 2% (против 4% в 2018 году и 24% в посткризисном 2017 году). По нашим оценкам, продолжился рост физических объемов (примерно теми же темпами, что и в 2018 году), в то время как цены импорта снизились³.

Совокупный дефицит по остальным статьям СТО в четвертом квартале составил 23 млрд долл., увеличившись на 21% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В конце года резко выросли переводы мигрантов за рубеж – дефицит вторичных доходов вырос в полтора раза. Кроме того, увеличилось отрицательное сальдо баланса услуг, инвестиционных доходов и оплаты труда. Так, несколько кварталов подряд сохраняется рост импорта услуг при снижающемся экспорте, растут выплаты нерезидентам по инвестиционным доходам и сокращаются доходы к получению. С устранённой сезонностью **рост совокупного дефицита неторговых операций** составил чуть более 1% к предыдущему кварталу, частично отыграв спад (почти на 4%) в третьем квартале. В результате по итогам прошлого года неторговый совокупный дефицит (услуги, доходы, оплата труда и трансферты) увеличился до 93 млрд долл., что на 14% выше уровня 2018 года.

Рис. 3. Динамика стоимости экспорта, млрд долл.



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

Рис. 4. Динамика стоимости импорта, млрд долл.



2. Финансовый счёт частного сектора вновь стал дефицитным

Сальдо финансового счёта (с учётом ошибок и пропусков) в четвертом квартале прошлого года сложилось отрицательным и составило -1 млрд долл. **Баланс госсектора и Банка России** в конце года, как и в предыдущие три квартала, **оставался положительным** за счет притока нерезидентов на рынок госдолга. В первой половине прошлого года вложения нерезидентов на вторичном рынке госбумаг достигли рекордных масштабов – 15 млрд долл., но во втором полугодии их объём сократился в три раза. В результате портфель ОФЗ, принадлежащий нерезидентам, к началу текущего года достиг рекордного уровня 2,9 трлн

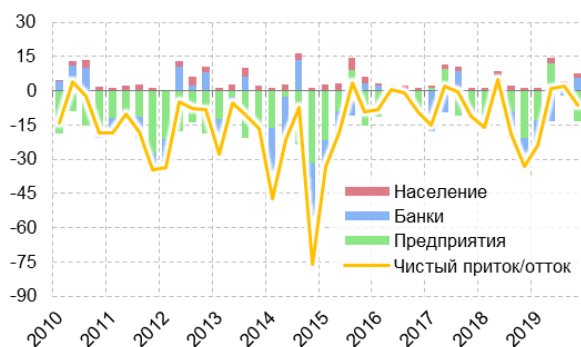
³ За 9 месяцев 2019 года физические объёмы импорта, согласно данным ФТС России, выросли на 1,2% г/г. Еще больший рост наблюдался в ноябре (7%) и в октябре (10%). При этом средние цены остаются ниже, чем в предыдущем году. Напомним, по итогам 2018 года объёмы выросли на 2%, а цены – на 2,6%.

руб. (46 млрд долл. по рыночному курсу), а их доля на рынке составила 31,5% против 24,4% в начале 2019 года. Росту портфеля нерезидентов способствовало отсутствие санкций по отношению к госдолгу, ожидания снижения инфляции и ключевой ставки, высокие цены на нефть и укрепление рубля. Доходность вложений – как в рублях, так и в валюте – могла измеряться двузначными цифрами.

В четвёртом квартале **вновь сформировался чистый отток капитала частного сектора**, который превысил 6 млрд долл. после двух кварталов подряд чистого притока. Годом ранее отток капитала достигал 33 млрд долл. (рис. 5), но и профицит СТО был тогда значительно выше. Основным каналом оттока капитала в конце года стал реальный сектор.

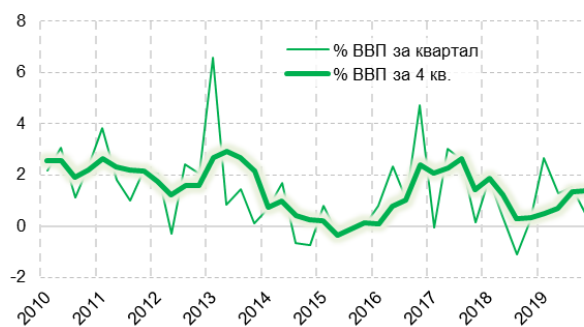
Чистый вывоз капитала предприятиями в октябре-декабре достиг 14 млрд долл. (с учётом ошибок и пропусков), из которых половину составил дефицит по счёту организованных инвестиции. Сальдо прямых и портфельных инвестиций в страну и за рубеж, как и годом ранее, оказалось отрицательным. По-прежнему сохраняется устойчиво высокий спрос на зарубежные активы, в то время как **прямые и портфельные инвестиции в страну из-за западных санкций остаются низкими**. Так, например, прямые инвестиции в Россию в четвертом квартале не превысили 3 млрд долл. При этом около 4 млрд долл., по нашим оценкам, могли составить реинвестированные доходы. Соответственно сократилось участие нерезидентов в капитале российских компаний и задолженность по долговым инструментам перед прямыми инвесторами. В масштабах экономики приток организованных инвестиций в страну остается пока ещё низким – всего 0,5% ВВП за последний квартал и 1,4% ВВП за весь 2019 год (рис. 6).

Рис. 5. Чистый приток/отток по секторам экономики, млрд долл.



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

Рис. 6. Приток прямых и портфельных иностранных инвестиций (ПИИ) в страну, в % ВВП



Впервые за два года сальдо финансового счета банковской системы оказалось положительным и составило почти 6 млрд долл. в четвёртом квартале 2019 года. Это стало возможным за счет значительного сокращения валютных активов, при этом **сокращение обязательства банков оказалось минимальным** с момента последнего кризиса (со второго квартала 2014 года).

В целом можно говорить о существенном **снижении интенсивности вывода капитала** частного сектора. По итогам прошлого года чистый отток сократился до 27 млрд долл. (38% СТО) с 63 млрд долл. (56% СТО) в 2018 году.

3. Краткосрочный прогноз – тренд на сокращение профицита текущего счёта

Согласно февральскому прогнозу Банка России, профицит текущего счёта в 2020 году может сократиться до 47 млрд долл. при среднегодовой стоимости барреля российской нефти 55 долларов. С учётом сохранения тенденций в динамике импорта, **профицит СТО, по нашим оценкам, может опуститься до уровня 40 млрд долл.**

В условиях реализации национальных проектов мы ожидаем ускорения роста физических объемов всего импорта, главным образом, за счёт существенного **наращивания инвестиционного импорта** (как минимум на 5% по сравнению с 2019 годом). С учетом роста потребительского и промежуточного импорта (на 2% или теми же темпами, что и ВВП), стоимость всего импорта при неизменных ценах может превысить 262 млрд долл. (рост на 3% г/г). В этом случае профицит торгового баланса в текущем году составит 134 млрд долл. Даже при сохранении отрицательного сальдо прочих операций текущего счёта на уровне 2019 года или 93 млрд долл. (скорее всего, дефицит буде выше) профицит СТО в 2020 году может сократиться до 41 млрд долл.

В то же время Банк России оценивает прирост международных резервов в текущем году на уровне 38 млрд долл. при цене на нефть 55 долл./барр. Чистый приток валюты в госсектор, согласно прогнозу Банка России, может сократиться до 6 млрд долл. (22 млрд долл. в 2019 году). Это означает, что **частному сектору на вывоз капитала в 2020 году остаётся всего 9 млрд долл.** Такой прогноз имеет силу лишь при отсутствии новых западных санкций, повышения кредитного рейтинга и ускорения роста мировой экономики. Однако текущий год может преподнести неприятные сюрпризы из-за эпидемии нового коронавируса.

4. Основные риски

Риски **снижения нефтяных цен** ниже 55 долл./барр., безусловно, сохраняются. Эпидемия нового коронавируса уже привела к резкому сокращению спроса на нефть в Китае и падению нефтяных цен до 55 долл./барр. Соглашение ОПЕК+ действует лишь до марта, при этом Россия не исключает возможность выхода из соглашения. Подписание первой фазы торговой сделки между США и Китаем не сопровождалось отменой пошлин, при этом Китай вряд ли будет спешить с исполнением всех взятых на себя обязательств, учитывая возможное смягчение условий торгового соглашения в условиях распространения нового коронавируса.

Также сохраняются **риски мировой рецессии**. После Brexit, состоявшегося 31 января, между Британией и Евросоюзом начались переговоры о будущих торговых отношениях. От условий этих переговоров в значительной мере будут зависеть инвестиции, двусторонняя торговля и, в конечном счете, рост экономики еврозоны и Великобритании. Ситуацию может усугубить распространение коронавируса COVID-2019 за пределами Китая. Мы не исключаем, что вместо ожидаемого ускорения мировой экономики в 2020 году произойдет её дальнейшее торможение. В случае пандемии вероятность рецессии в крупнейших странах резко возрастает.

Риск ужесточения западных санкций может возрасти в период президентской кампании в США. Кроме того, Британия намерена объявить о собственном санкционном механизме.

Сергей Пухов

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
Игорь Сафонов
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 2020 году