



Комментарии о Государстве и Бизнесе

321

13 октября 2020

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

Платёжный баланс

Сокращение зарубежных активов частного сектора

В третьем квартале 2020 года возобновившийся рост цен на нефть, газ и золото позволили увеличить профицит торгового баланса. Кроме того, снизился дефицит по статье инвестиционных доходов. В результате сальдо текущего счета осталось в положительной области после незначительного дефицита во втором квартале. Сокращение зарубежных активов частного сектора позволило снизить чистый отток капитала. В условиях возросших рисков в мировой экономике мы ожидаем, что отток капитала частного сектора продолжится в ближайшие месяцы.

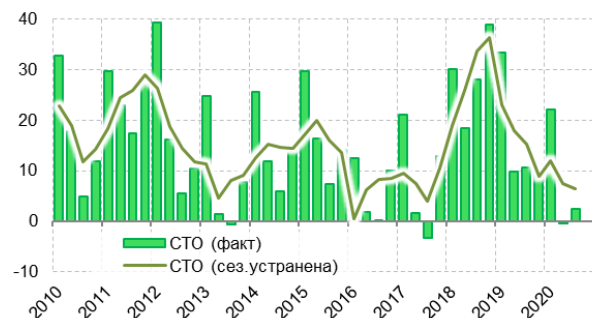
Банк России опубликовал оценку платёжного баланса за третий квартал 2020 года. Положительное **сальдо счёта текущих операций** (СТО) составило 2,5 млрд долл. (0,7% ВВП) против 10,7 млрд долл. (2,4% ВВП) годом ранее и дефицита в размере 0,5 млрд долл. (-0,2% ВВП) во втором квартале текущего года (рис. 1 и 2). С устранённой сезонностью профицит СТО в июле-сентябре составил 6,5 млрд долл., снизившись до минимального уровня за последние 12 кварталов и на 14% по сравнению с предыдущим периодом.

Сальдо по финансовому счёту (с учётом ошибок и пропусков, но без международных резервов) в третьем квартале сформировалось отрицательным (в методологии РПБ5) и составило 4,8 млрд долл. при дефиците 12,4 млрд долл. в предыдущем квартале и профиците 5,2 млрд долл. годом ранее. Снижение внешних обязательств, главным образом, российских компаний, было частично компенсировано притоком валюты от сокращения зарубежных активов частного сектора. Дефицит финансового счёта на протяжении трех кварталов подряд формировался за счёт чистого оттока капитала частного сектора, в т.ч. 7,8 млрд долл. в третьем квартале (таблица 1). Сальдо финансового счёта госсектора и Банка России в июле-сентябре было положительным, в основном за счёт роста обязательств регулятора, при этом впервые с начала 2019 года зафиксирован отток средств нерезидентов со вторичного рынка госбумаг. Если в первом квартале финансовый дефицит финансировался за счёт профицита СТО, во втором квартале – за счёт международных резервов, то в третьем квартале – примерно в равной степени между текущим счётом и резервами.

Международные резервы за третий квартал сократились на 2,3 млрд долл. против почти 13 млрд долл. в предыдущем периоде и роста на 5 млрд долл. в начале года. Снижение валютных интервенций в рамках реализации бюджетного правила связано с ростом нефтяных цен выше 43 долл./барр. в среднем за третий квартал с 29 долл./барр. в апреле-

июне. При этом реальный эффективный курс рубля снизился на 4,5% после ослабления на 4,9% во втором квартале и на 2,3% в начале года. В номинальном выражении обменный курс разогнался с уровня 70 руб./долл. в начале июля до 80 руб./долл. в конце сентября из-за возросших геополитических и санкционных рисков.

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

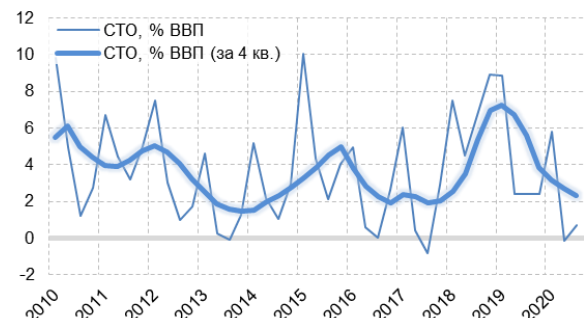


Таблица 1. Квартальная динамика финансового счета платежного баланса, млрд долл.

	2019				2020		
	I кв	II кв	III кв	IV кв	I кв	II кв	III кв
Сальдо финансового счета и операций с капиталом*	-14,9	6,7	5,2	4,2	-17,1	-12,4	-4,8
Госсектор	9,1	6,0	3,3	5,4	0,1	-1,9	3,1
вторичный рынок госбумаг	5,0	10,5	1,3	3,6	0,5	2,1	-0,7
частный сектор*	-24,0	0,7	1,9	-1,2	-17,2	-10,5	-7,8
банковский сектор	-12,3	-13,3	-2,0	9,9	-9,3	-7,2	5,1
покупка (-) наличной валюты населением	-2,3	-1,8	-1,9	-3,4	-1,4	-3,9	н/д
нефинансовый сектор	-11,7	14,0	3,9	-11,1	-7,9	-3,3	-12,9
сальдо прямых и портфельных инвестиций	0,4	1,0	1,6	-3,2	-8,6	-11,2	6,2

* С учетом чистых ошибок и пропусков, в методологии РПБ5.

Источники: база данных CEIC, Банк России.

1. Возвращение к профициту счёта текущих операций

В третьем квартале 2020 года **стоимость экспорта** товаров составила 77 млрд долл., что на четверть ниже, чем за тот же период прошлого года. По сравнению с предыдущим кварталом, похоже, наметился рост. Стал расти **нефтяной экспорт**, стоимость которого превысила 15 млрд долл. (+14% кв/кв) на фоне роста нефтяных цен. При этом физические объемы экспорта сырой нефти, по всей видимости, в июле достигли пятилетнего минимума из-за нефтяной сделки ОПЕК+¹ и постепенно начали восстанавливаться. Также выросла стоимость **экспорта российского газа** – до 4,6 млрд долл. (+14% кв/кв). Европейский газовый рынок постепенно восстанавливается после резкого сокращения спроса во втором квартале из-за карантинных мер. Падение цен сменилось ростом – в сентябре котировки на британском хабе NBP нидерландском TTF выросли более чем на треть к концу августа. Почти на четверть выросли цены на СПГ в Азии за сентябрь. При этом, по оценке агентства Argus, в августе, впервые с начала года, Китай стал наращивать (год к году) закупки

¹ Апрельское соглашение предполагало трехступенчатое сокращение добычи. В России добыча нефти в мае-июне может снизиться до 8,5 млн барр./сутки (без учета газового конденсата), с июля составит 9 млн барр./сутки, а с 2021 года – 9,5 млн барр./сутки. В июне страны ОПЕК+ договорились продлить первую фазу еще на один месяц, а в сентябре акцент был сделан на дисциплину и выполнение квот.

трубопроводного газа. Ранее Китай последовательно снижал закупки газа, как из Центральной Азии, так и из России, замещая эти объемы дешевым спотовым СПГ. Рост внешнего спроса на природный газ сопровождался увеличением его добычи, которая в сентябре составила почти 55,6 млрд м³ (-1,4% г/г против -4,3% в августе, -6,2% в июле и -12,3% в июне). Стоимость экспорта СПГ в третьем квартале не изменилась по сравнению с предыдущим периодом, а экспорт нефтепродуктов немного снизился. В результате **стоимость всего топливного экспорта** в июле-сентябре увеличилась до 31 млрд долл. с 29 млрд долл. кварталом ранее (рис. 3).

Рис. 3. Динамика стоимости экспорта, млрд долл.



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

Рис. 4. Динамика стоимости импорта, млрд долл.



Стоимость прочего экспорта (без углеводородного сырья) в третьем квартале составила 46 млрд долл., вернувшись на уровень прошлого года (рис. 3). С исключённым сезонным фактором экспорт этих товаров вырос почти на 9% по сравнению с предыдущим кварталом. Второй квартал подряд стоимость прочего экспорта превышает стоимость экспорта углеводородного сырья. В условиях начавшегося в третьем квартале восстановления мировой торговли² росту прочего экспорта способствовали также продажи российского золота. Всего за первое полугодие текущего года экспорт золота превысил 121 тонну (рост в семь раз по сравнению с прошлым годом), а его стоимость достигла 6,4 млрд долл. В июле экспорт составил 24,6 тонны (рост в четыре раза), а пик пришелся на апрель – 42,6 тонны. Если экспорт золота вышел на устойчивый уровень 25 тонн в месяц, то в третьем квартале его стоимость могла составить более 5 млрд долл., что превышает экспорт природного газа и составляет десятую часть всей стоимости нетопливного экспорта. Экспорт желтого металла стал расти после того, как Банк России, выкупавший его в больших объемах, с апреля приостановил покупку золота на внутреннем рынке на неопределенный срок. При этом золотодобытчики и аффинажные заводы были уравнианы в экспортных правах с банками. Экспорту золота способствовал также рост цен, которые в среднем за третий квартал достигли 1911 долл. за унцию, что на 12% выше, чем в предыдущем периоде и на 30% выше прошлогоднего уровня.

Стоимость импорта товаров в третьем квартале составила 60 млрд долл. (рис. 4), сократившись на 8% по сравнению с предыдущим годом. С устранённой сезонностью импорт вырос на 5% кв/кв после снижения на протяжении двух предыдущих кварталов подряд. Стала расти стоимость инвестиционного импорта, импорт автомобилей в конце третьего квартала восстановился до январских показателей. Росту импорта способствовал

² Мировая торговля в мае рухнула почти на 19% г/г; большее падение (-20%) наблюдалось последний раз лишь в период мирового кризиса в январе 2009 года. В последующие месяцы торговля стала восстанавливаться и в июле отставание сократилось до 6% от прошлогодних значений, а по сравнению с майским дном рост составил 16%.

отложенный в условиях карантина спрос. В то же время сдерживающим фактором стало ослабление рубля в реальном выражении ко всем валютам – более чем на 12% с начала года, в т.ч. на 4,5% в третьем квартале.

Совокупный дефицит по остальным статьям СТО (услуги, доходы, оплата труда и трансферты) в третьем квартале сократился до 15 млрд долл. против 27 млрд долл. годом ранее. Основной вклад в сокращение этого дефицита внесли практическая полная приостановка зарубежных поездок, а также более чем полуторакратное сокращение инвестиционных доходов к выплате нерезидентам. Таким образом, в совокупности с ростом нетопливного экспорта и медленным восстановлением товарного импорта это позволило поддержать на плаву профицит СТО.

2. Сокращение зарубежных активов частного сектора

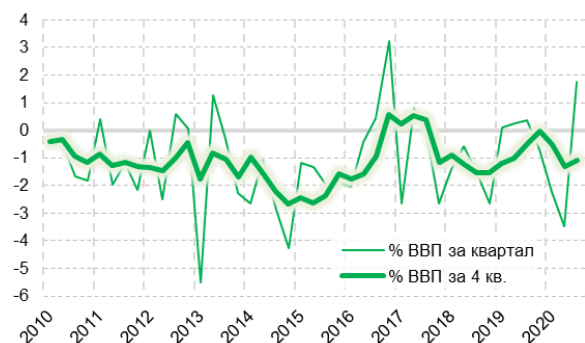
В третьем квартале сальдо финансового счёта с учётом ошибок и пропусков сложилось отрицательным и составило почти 5 млрд долл., значительно снизившись по сравнению с предыдущим периодом (рис. 5, в методологии РПБ5). Сокращение обязательств было частично компенсировано притоком валюты от продажи зарубежных активов частного сектора.

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



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

Рис. 6. Баланс прямых и портфельных инвестиций в страну и за рубеж, в % ВВП



Баланс госсектора и Банка России в третьем квартале сформировался с небольшим профицитом в размере 3 млрд долл. (табл. 1) за счет роста обязательств регулятора и сокращения зарубежных активов госсектора. При этом приток средств нерезидентов на вторичном рынке госбумаг, наблюдаемый с начала 2019 года, в третьем квартале 2020 года сменился небольшим оттоком. Нерезиденты постепенно стали выходить из российских гособлигаций. За сентябрь чистые продажи ОФЗ со стороны иностранцев и «дочек» зарубежных банков составили 58 млрд руб., увеличившись более чем на 70% по сравнению с августом. В условиях интенсивного роста внутренних заимствований доля нерезидентов на рынке российского госдолга снизилась на 2,5 п.п., до 26%. Объем их вложений в ОФЗ опустился ниже 40 млрд долл. Потенциал роста цен на гособлигации практически исчерпан, а доходность стала малопривлекательной с учетом возросших рисков.

В третьем квартале **чистый отток капитала частного сектора** сократился до 8 млрд долл. с 11 млрд долл. во втором квартале (рис. 5), главным образом, за счет сокращения зарубежных активов. Несмотря на снижение оттока, он остается достаточно высоким, особенно в условиях близкого к нулю СТО. Годом ранее наблюдался чистый приток капитала в объеме 2 млрд долл.

Со стороны **нефинансового сектора** отток превысил 13 млрд долл. (с учётом ошибок и пропусков, табл. 1). В очередной раз можно отметить низкий приток организованных инвестиций. Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) составили всего лишь 3 млрд долл. – в основном, это реинвестированные доходы, а новых прямых инвесторов практически нет. Портфельные инвесторы второй квартал подряд уходят из России, сводя на нет приток ПИИ. Но при этом в третьем квартале неожиданно сократились прямые и портфельные инвестиции в зарубежные активы. Последний раз это произошло во втором квартале 2013 года, но нынешний масштаб сокращения превзошел в два раза, составил 5,5 млрд долл. и стал рекордным. Возможно, сказалась борьба российских властей с офшоризацией (когда капитал уходил из-под российской юрисдикции в офшорные зоны, инвестировал в российские активы и выводил дивиденды по льготным ставкам). В результате баланс организованных инвестиций в страну в третьем квартале оказался положительным и, по нашим оценкам, составил 1,8% ВВП (рис. 6).

Со стороны **банковской системы** в третьем квартале сформировался чистый приток капитала в страну в размере 5 млрд долл. Банки продолжили сокращать свои зарубежные активы, причем в значительно больших масштабах по сравнению с предыдущим кварталом. При этом сократились выплаты по внешним обязательствам.

3. Основные риски

В условиях очередной волны роста заболеваемости в мире, возросшей волатильности рынков, санкционных и геополитических рисков мы ожидаем, что вывод капитала из страны продолжится. Это расходится с прогнозом Банка России, который предполагает его сокращение. Переломить негативную тенденцию оттока капитала с развивающихся рынков будет проблематично без новых мер поддержки крупнейших экономик мира. По нашему мнению, новые меры, даже в случае их принятия до конца года, будут значительно скромнее предыдущих и меньше ожиданий инвесторов. Ниже перечислены ключевые риски, реализация которых может привести к росту оттока капитала из страны.

Риск возобновления жестких карантинных мер. В последнее время число новых выявленных случаев заболевания коронавирусом в мире достигло рекордного уровня и превысила 350 тыс. человек в день. Во многих странах отмечается повторный всплеск заболеваемости после смягчения ограничений и открытия границ.

Риск снижения нефтяных цен. Сокращение мирового спроса на нефть в условиях второй волны пандемии может привести к очередному снижению цен.

Санкционные риски. В предвыборных условиях возрастают риски объявления новых американских санкций по отношению к России. Кроме того, санкции могут быть наложены в связи с Навальным.

Геополитические риски. Ситуация вокруг Беларуси, Нагорного Карабаха и Киргизии может негативно сказаться на инвестиционной привлекательности не только этих стран, но и России.

Торговые войны. В условиях глобальной рецессии и снижения объемов мировой торговли, торговые войны становятся одним из инструментов в международной политике. Любое новое обострение отношений между США и Китаем может косвенным образом затронуть и другие страны.

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
Алена Чепель
Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел. +7 (495) 772-95-90 доб. 23617, e-mail: info_dcenter@hse.ru, <http://dcenter.hse.ru/>

ПРЕСС-СЛУЖБА НИУ ВШЭ: тел. +7 (495) 772-95-67, e-mail: press@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в настоящем выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в выпуске, необходимо ссылаться на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ. Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2020 году.