

26 января 2014 г.

Платежный баланс 2014-2015 гг.

Отток капитала – главный риск 2015 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист, Москва
(+7 495) 795-3677

Дмитрий Долгин

Старший аналитик, Москва
(+7 495) 780-4724

Вывод

Из-за ослабления рубля на 40% в 2014 г. импорт в 2015 г. сократится на 40-50%. Это означает, что профицит текущего счета в этом году будет не ниже прошлогодних \$57 млрд, что достаточно, чтобы профинансировать погашение корпоративного внешнего долга – \$50 млрд, по нашей оценке. Однако капитальный счет остается под угрозой. Только в 2014 г. домохозяйства перевели за границу \$20 млрд, что говорит об ослаблении доверия у населения. Если правительство не решит этой проблемы, из-за высокого чистого оттока капитала рубль будет сохраняться в диапазоне 60-70 руб./\$, оставаясь ниже своей справедливой стоимости.

Факты

В 2014 г. профицит текущего счета расширился до \$57 млрд на фоне снижения импорта на 10%; ослабление рубля не помогло экспорту. Профицит текущего счета расширился до \$57 млрд в 2014 г. с \$34 млрд в 2013 г., что все же ниже прогнозов. Падение импорта на 10% – единственный фактор поддержки, а экспортная цена остается слабой. Несмотря на падение номинального курса руб./\$ на 41% и реального курса на 34%, нефтепродукты экспорт снизился на 1%.

Чистый отток капитала подскочил до \$152 млрд. Чистый отток капитала ускорился с \$61 млрд в 2013 г. до исторического максимума \$152 млрд в 2014 г., превзойдя наш прогноз \$130 млрд. Это связано с тем, что ЦБ, отпустив рубль в свободное плавание в ноябре, был вынужден предоставить банкам еще \$20 млрд через операции валютного репо, чтобы успокоить рынок.

В 2015 г. импорт сократится на 40-50%, профицит текущего счета достигнет не менее \$60 млрд... Хотя сокращение импорта в 2014 г. может показаться умеренным, за ним стоит быстрое падение импорта на 19% г/г в 4К14 и на 24% г/г в декабре 2014 г. Учитывая, что это совпало с достаточно резким всплеском потребления в самом конце 2014 г. на фоне нестабильности рубля, мы считаем снижение импорта на 40-50% в 2015 г. реалистичным сценарием. Таким образом, даже если нефтепродукты экспорт по-прежнему не отреагирует на слабость рубля, профицит текущего счета в этом году составит \$60 млрд при цене на нефть \$50/barr.

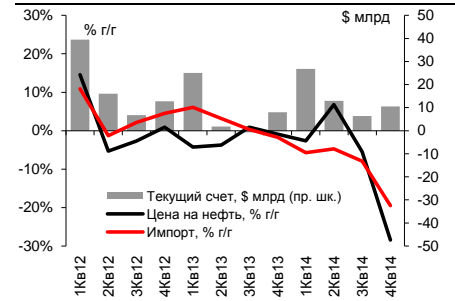
... что достаточно для погашения внешнего долга. Хотя у рынка есть опасения по поводу достаточности профицита текущего счета для погашения внешнего долга в условиях действия санкций, мы не считаем эту проблему столь серьезной. Действительно, совокупный внешний долг России в 2014 г. снизился до \$600 млрд с \$729 млрд годом ранее, а корпоративный внешний долг сократился на \$104 млрд. Однако фактически было погашено лишь \$40 млрд, оставшаяся же часть пришлось на валютную переоценку рублевого внешнего долга, который в прошлом году составил 5 трлн руб. Таким образом, в 2014 г. российские банки и компании смогли рефинансировать почти 50% внешнего долга, и мы считаем, что в 2015 г. фактическое погашение долга составит около \$50 млрд.

Наше мнение

Снижение доверия населения – новая проблема. Вместе с тем, риски для капитального счета не исчерпываются динамикой внешнего долга. Из-за слабой чувствительности экспорта к ослаблению рубля общее предположение к оттоку капитала, судя по всему, сохранится высоким. Новый источник неопределенности – домохозяйства, где наблюдаются некоторые признаки снижения доверия. Как и в 2008 г., население увеличило спрос на наличную валюту: чистая покупка наличной валюты в 2014 г. составила \$34 млрд (в 2008 г. – \$25 млрд). Тем не менее, заметное ухудшение произошло в сегменте трансграничных сделок домохозяйств: чистые переводы собственных средств за границу частных лиц выросли до \$5 млрд за квартал в 2014 г. в сравнении примерно с \$2-3 млрд за квартал в последние три года. В отличие от покупок иностранной валюты, средства, выведенные за границу, имеют мало шансов на возврат. Из-за непрекращающихся слухов о возможном введении ограничений на движение капитала склонность к оттоку капитала у частных лиц может сохраняться высокой в этом году.

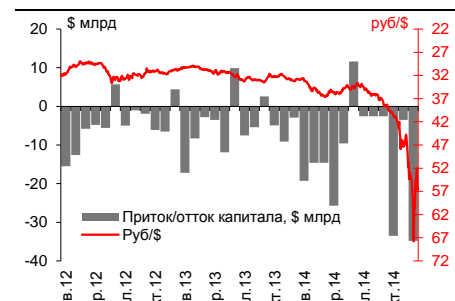
Пока доверие не восстановлено, укрепления рубля с 60-70 руб./\$ ожидать не стоит. Приведенные выше данные говорят в пользу того, что способность ограничить отток капитала будет зависеть от того, в какой степени правительство сможет преодолеть признаки кризиса доверия. На наш взгляд, меры в этом направлении должны носить двусторонний характер. Во-первых, необходимы жесткая монетарная и бюджетная политика, чтобы сохранить высокие альтернативные издержки оттока капитала. Во-вторых, для улучшения перспектив экономического роста – главного фактора укрепления капитального счета – требуются структурные реформы. В противном случае чистый отток капитала останется сильным, и рубль останется в диапазоне 60-70 руб./\$, что ниже его справедливой стоимости, которая, по нашим оценкам, составляет 48-54 руб./\$.

Параметры текущего счета



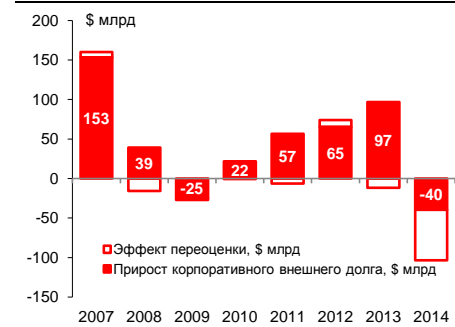
Источник: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Чистый отток капитала и руб/\$



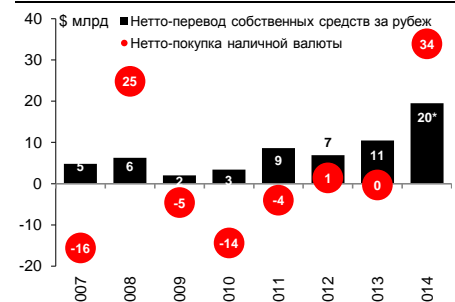
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Динамика корпоративного внешнего долга



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Капитальные транзакции домохозяйств



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк; * - цифра за 4 квартала, завершившихся 1 октября 2014 г.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Директор по продажам и торговле акциями
Телефон/Факс

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Макроэкономика
Нефть и Газ
Банковский сектор, Медиа, Телекоммуникации
Розничная торговля, Недвижимость, Транспорт
Металлургия, Горная добыча
Рынок долговых инструментов
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редактор
Перевод

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс

Продажи

Продажи, торговые операции

Alforma Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс

Продажи

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Майкл Пиджиолис
(7 495) 795-3712

(7 495) 795-3676
Наталья Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин, Сергей Егиев
Александр Корнилов, CFA
Марина Карапетян
Андрей Никитин
Олег Юзёфович
Екатерина Леонова, Татьяна Цилюрик
Гельды Союнов, Алан Казиев
Кристофер Роуз
Анна Мартынова

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Дмитрий Матюхин, Михаил Котов
Дмитрий Демченко, Артем Юрченко
(7 495) 795-3680
Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев
14th Floor, 1 Angel Court, London EC2R 7HJ
(44 20) 7588-8500
(44 20) 7382-4170
(+44 20) 7382 4171
Роберт Сучич (+44 20) 7382-4174
Ян Глуховский (+44 20) 7382-4179
1270 Avenue of the Americas, New York, NY 10020
(+1 212) 421-7500/(+1 212) 421-8633
Джастин Ландау (+1 212) 421-8564

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-груп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах