

БАНКИ И КОМПАНИИ ВЫВОЗЯТ КАПИТАЛ. ПОТЕНЦИАЛ УКРЕПЛЕНИЯ РУБЛЯ ВСЕ ТУМАННЕЕ

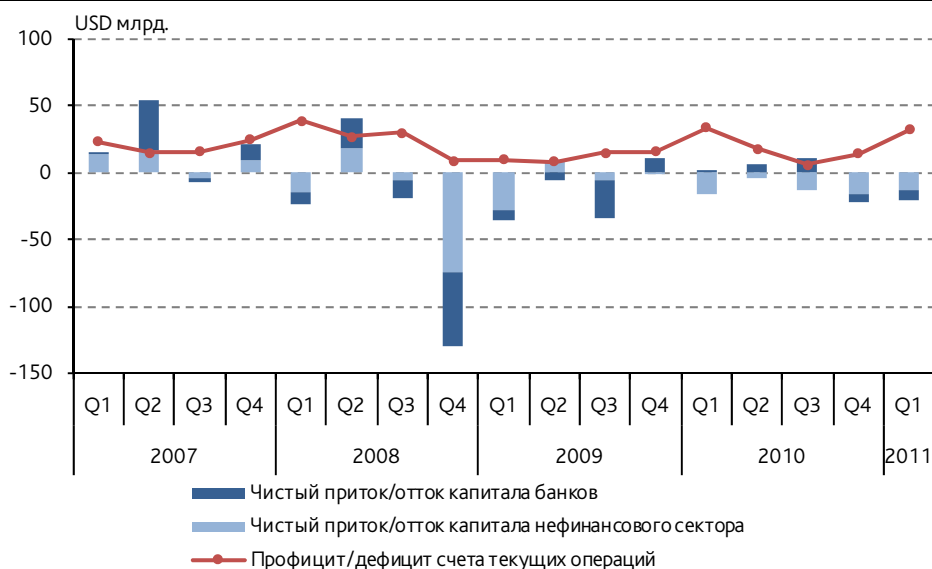
МАРИЯ ПОМЕЛЬНИКОВА +7 495 789 35 94
maria.pomelnikova@trust.ru

Согласно предварительным оценкам ЦБ, чистый отток капитала частного сектора за 1К 2011 г. составил USD21.3 млрд., что практически вдвое больше, чем в прошлом году, когда он составил USD14.7 млрд., но сопоставимо по «потерям» с показателем 4К 2010 г. – USD21.5 млрд. Счет текущих операций по сравнению с аналогичным периодом прошлого года снизился на USD1.5 млрд. до USD31.8 млрд. в 1К 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Ощутимое «бегство капитала» продолжается с конца прошлого года. Своих максимальных значений оно достигло в декабре 2010 г. и январе 2011 г. – около USD11 млрд. в месяц. Если допустить, что в феврале из страны «утекло» USD6.0 млрд. (со слов первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева), то в марте отток капитала должен был сократиться до USD4.3 млрд. что согласуется с нашими более ранними ожиданиями (мы прогнозировали отток в USD5-6 млрд., см. Навигатор долгового рынка от 18.03.11).

ДИАГРАММА. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС



Источник: Банк России, расчет НБ «Траст»

Первое, что обращает на себя внимание, – это суммарный отток капитала в 1К 2011 г. (USD21.3 млрд.), который может быть сопоставим с величиной оттока в 4К 2010 г. (USD21.5 млрд.) – максимальное за весь прошлый год значение. Между тем в то время для оттока капитала складывались более явные предпосылки – это и крупные погашения внешней задолженности, и сжатие текущего счета, позволявшее спекулянтам играть на ослаблении рубля. Согласно заявлениям главы ЦБ Сергея Игнатьева накануне, в оттоке капитала в 1К 2011 г. «значительную роль сыграли сезонные факторы», в то же время представитель Банка России допускает давление на капитальные потоки со стороны «не вполне благоприятного инвестиционного климата».

Мы склонны полагать, что отток капитала в начале 2011 г. объяснить исключительно сезонными факторами сложно. Счет текущих операций на фоне ослабления роста импорта в первом квартале года обычно достигает своих максимальных значений, а в 2011 г. этому должны были поспособствовать растущие цены на нефть. Формирование на этом фоне ожиданий укрепления рубля предполагало усиление интереса к рублевым активам, а с ним если не разворот капитальных потоков, то по крайней мере существенное ослабление оттока капитала, чего в реальности не прослеживалось. Причем отток капитала в 1К 2011 г. значительно превысил значения аналогичного показателя 2010 г. (USD14.7 млрд.).

Тому есть несколько причин. Валютная экспортная выручка может задерживаться за рубежом или возвращаться за границу в виде вложений в иностранные активы, которые приобретают все большую привлекательность в сравнении со сложившимся соотношением «риск-доходность» на локальном российском рынке. Отрицательный вклад вносит увеличение страховых взносов, вынуждающее компании переводить бизнес в соседние страны с меньшей налоговой



нагрузкой. Подтверждение тому – довольно высокий показатель графы «чистые ошибки и пропуски», который отражает бегство теневого капитала из страны – USD5.8 млрд. в 1К 2011 г. Третья, но не менее важная причина – увеличение рисков нестабильности роста российской экономики, а также по-прежнему низкое качество институциональной и бизнес-среды, нарастание политических рисков по мере приближения к выборам.

В отличие от подавляющей части прошлого года капитал в 1К 2011 г. вывозил уже не только корпоративный сектор (-USD13.9 млрд.), но и банки (-USD7.5 млрд.). Причем для обоих сегментов характерна общая тенденция – объем привлечений за границей существенно уступает объему вложений за рубеж. Так, в 1К 2011 г. прирост иностранных активов компаний практически вдвое превысил увеличение обязательств компаний перед иностранными контрагентами – USD19.3 млрд. против USD11.2 млрд. То же касается и кредитных организаций, которые нарастили зарубежные активы на USD10.0 млрд. при объеме чистого привлечения из-за рубежа в USD2.6 млрд. Все это может служить подтверждением формирования двух опасных тенденций – трансляции полученных на мировых рынках займов во вложения за рубежом, либо замещение внешних долгов за счет рублевых заимствований, конвертируемых в валюту, что, помимо всего прочего, усугубляется «бегством в качество».

В отношении других агрегированных статей платежного баланса стоит отметить сжатие счета текущих операций до USD31.8 млрд. в 1К 2011 г. против USD33.3 млрд. за аналогичный период прошлого года, результатом чего стало менее явное укрепление рубля. Первая причина – более динамичный, чем можно было предполагать, рост импорта на фоне удорожания российской валюты. Однако благодаря более высокой, чем в прошлом году, цене на нефть, торговое сальдо, напротив, прибавило 3.6% (до USD48.2 млрд.) по сравнению с 1К 2010 г., обеспечивая тем самым скромный, но положительный вклад в прирост счета текущих операций. Основной причиной сжатия счета текущих операций стали гораздо более значительные, чем годом ранее, выплаты нерезидентам инвестиционных доходов - USD16.2 млрд. (против USD13.24 млрд. в 1К 2010 г.).

Возвращаясь к капитальным потокам, отметим, что, по мере сокращения оттока капитала в марте до USD4.3 млрд. против USD6.0 млрд. в феврале, более активное присутствие ЦБ на Forex, то есть увеличение интервенционных покупок валюты до USD5.4 млрд. в марте (со слов главы ЦБ Сергея Игнатьева) против USD4.5 млрд. месяцем ранее, выглядит вполне оправданным, хотя и демонстрирует неготовность Банка России опускать границу целевого коридора.

Мы ожидаем дальнейшего ослабления счета текущих операций во 2К 2011 г. ввиду сезонного ускорения роста импорта, усиленного укреплением рубля, а также не менее значительных, чем в первом квартале, выплат инвестиционных доходов нерезидентам. В отсутствие каких-либо институциональных подвижек и улучшения локального соотношения «риск-доходность» рассчитывать на скорое возобновление притока капитала, на наш взгляд, не приходится. Совокупность этих факторов делает потенциал укрепления национальной валюты на горизонте, превышающем 1-2 месяца, все более туманным.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Департамент макроэкономики и стратегии

Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Департамент кредитного анализа

Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

sales@trust.ru

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.